



REPUBBLICA ITALIANA
IN NOME DEL POPOLO ITALIANO
La Corte d'Appello di Milano
Sezione Seconda Penale

Composto dai Signori:

- | | | |
|----------|---|------------------|
| 1. Dott. | Maria Rosaria Correrà | Presidente |
| 2. Dott. | Alberto Puccinelli | Consigliere rel. |
| 3. Dott. | Roberta Nunnari
ANGELA FAGANO | Consigliere |

ha pronunciato la seguente

S E N T E N Z A
nel procedimento penale
nei confronti di

A) **CREMONINI Luigi** nato in Savignano Sul Panaro il 28/04/1939
Attualmente LIBERO, presente
- residente in.
- con domicilio eletto in MILANO-C/O AVV FRANCESCO
MUCCIARELLI

- con domicilio di fatto in.
difeso dall' A) **Avv. MUCCIARELLI FRANCESCO** di FIDUCIA
del foro di MILANO, **presente**
difeso dall' B) **Avv. SOLLIMA GIULIANO** di FIDUCIA del foro di
MILANO, **presente.**

B) **CREMONINI Vincenzo** nato in Modena il 18/06/1954
Attualmente LIBERO, presente
- residente in.
- con domicilio eletto in MILANO-C/O AVV.TI MUCCIARELLI-
RAFFAELLI

N.
MOD. 2/A/SG
284
N.
della Sentenza

001997 / 2016
del Reg. Gen. App.

043032 / 2010
N.R.G. Notizie di Reato

UDIENZA
del giorno

15/01/2019

Depositata
in Cancelleria

il **15.4.19**

Il Funzionario Cancelliere
Dot. SSA **Celeste Praderi**

Estratto esecutivo a

Procura Generale.....

Proc. Rep. c/ Trib. di

il

Ufficio Corpi di reato di

Estratto alla Prefettura di

il

Estratto art. 15/27 D.M. 334 al
P.M. c/o Trib. di

il

Il Cancelliere

Redatt a scheda

il

Il Cancelliere

- con domicilio di fatto in.

difeso dall' **A) Avv. MUCCIARELLI FRANCESCO** di FIDUCIA del foro di MILANO, *presente*
difeso dall' **B) Avv. RAFFAELLI ADRIANO** di FIDUCIA del foro di MILANO, *presente*

C) **ARATRI Illias** nato in Spilamberto il 10/01/1945

Attualmente LIBERO, *assente*.

- residente in.

- con domicilio eletto in MILANO-C/O AVV.TI MUCCIARELLI-PEZZANI

- con domicilio di fatto in.

difeso dall' **A) Avv. MUCCIARELLI FRANCESCO** di FIDUCIA del foro di MILANO, *presente*
difeso dall' **B) Avv. PEZZANI FEDERICO** di FIDUCIA del foro di MILANO, *presente*.

PARTE CIVILE:

A) **CONSOB**. nato a il 03/01/1928 domiciliata e difesa dall' **Avv. GIANFRANCO CARTA** del foro di con studio in */) presente*.

APPELLANTE

imputato

Pubblico Ministero parte civile

Procuratore Generale

responsabile civile

avverso la sentenza pronunciata dal tribunale di Milano

n. 12149/ **2015** del 12/11/2015

per i_reat_ di cui a:

A) **CREMONINI LUIGI**

Art. 110 CP Art. 81 C1 CP - Art. 184 C1 LA DLG 1998 / 58 commesso in data 20/02/2008 luogo: MILANO - ITALIA

B) **CREMONINI VINCENZO**

Art. 110 CP Art. 81 C1 CP - Art. 184 C1 LA DLG 1998 / 58 commesso in data 20/02/2008 luogo: MILANO - ITALIA

C) **ARATRI ILLIAS**

Art. 110 CP Art. 81 C1 CP - Art. 184 C1 LA DLG 1998 / 58 commesso in data 20/02/2008 luogo: MILANO - ITALIA

In esito all'odierna udienza dibattimentale/camerale celebratasi in Assenza

~~dell'imputato~~ degli imputati,

Sentito il Relatore Magistrato dott. Puccinelli

Data la parola all'imputato _____

Sentito il Procuratore Generale dott. Gay

Sentiti i difensori ,

i quali concludono come da verbale d'udienza.

N. 1997/2016 RG. App. – Imputati: Cremonini Luigi, Cremonini Vincenzo e Aratri Illias –
Prescrizione: 20/2/2023.

Motivi della decisione

1. L'imputazione. Cremonini Luigi, Cremonini Vincenzo e Aratri Illias appellano -tramite i rispettivi difensori- la sentenza emessa dal Tribunale di Milano in data 12/11/2015, che li ha giudicati per la seguente

I m p u t a z i o n e

Reato di cui agli artt. 110, 81 cpv cp., 184 comma 1 lett. a) D.Lvo 24/2/1998 n. 58 perché in concorso fra loro ed in esecuzione di un medesimo disegno criminoso nei loro rispettivi ruoli di:

** Cremonini Luigi, socio di controllo di Cremonini Spa e di Cremofin srl nonché presidente di Cremonini Spa;*

** Cremonini Vincenzo, amministratore delegato di Cremonini Spa;*

** Aratri Illias, amministratore unico di Cremofin srl;*

disponevano mediante la soc. Cremofin srl l'acquisto di nr. 1.875.350 azioni Cremonini per un controvalore di euro 4.250.000, realizzando un illecito profitto pari ad euro 138.229;

operazioni compiute essendo in possesso, per gli incarichi ricoperti, di un'informazione privilegiata, in particolare del progetto di OPA funzionale al delisting delle azioni Cremonini.

In Milano, dal 9 gennaio al 20 febbraio 2008.

1.1.La sentenza appellata-cenni. La sentenza riferisce che il procedimento ha preso le mosse dagli accertamenti effettuati da Consob, acquisiti ex art. 234 cpp., dal Tribunale, che li ha dichiarati utilizzabili processualmente nelle parti riguardanti il rilevamento di dati oggettivi.

La cronologia 'a ritroso' evidenzia come il 31/3/2008 sia stato ufficializzato un annuncio di Opa totalitaria su azioni Cremonini Spa al prezzo di euro 3,00 per azione ai fini di un successivo *delisting* delle azioni medesime, posto che la società era divenuta ormai una Holding di partecipazioni a seguito della quotazione della controllata MARR Spa (giugno 2005) e dell'accordo di *joint venture* (dicembre 2007) raggiunto con JBS Spa – leader mondiale della produzione di carne -, per il quale JBS Spa aveva acquisito il 50% di Inalca Spa, soc. controllata da Cremonini Spa. Il pool di banche che ha finanziato l'Opa ha erogato finanziamento per euro 169.000.000; l'offerta ha impiegato in concreto euro 128.862.342 per l'acquisto di 42.954.144 azioni ordinarie Cremonini (30,288 % del capitale della società). Le azioni Cremonini Spa sono state infine revocate dalla loro quotazione il 29/7/2008.

Risulta – secondo quanto riportato in sentenza - che fin dal luglio 2007 alcune banche



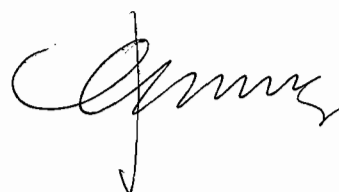
1

hanno presentato a Cremonini offerte funzionali al *delisting* sulla base del fatto che le azioni Cremonini fossero sottovalutate dal mercato. Fra agosto e inizio ottobre 2007, all'interno di Cremonini Spa ha operato un gruppo di lavoro che ha studiato l'operazione e le sue implicazioni. Subito dopo è stata realizzata l'operazione di joint venture con JBS Spa, la quale tuttavia non è stata valorizzata adeguatamente dal mercato (malgrado i rilevanti benefici per Cremonini, nel segno di una riduzione del suo indebitamento). A inizio 2008 inizia la ricerca effettiva del finanziamento nell'ottica Opa, la cui cronologia precisa, fino alla realizzazione dell'Opa, è stata ripercorsa in sentenza da pg. 13 a pg. 19. Ancora in sentenza è riportata la cronologia degli acquisti Cremonini *incriminati in questa sede*, acquisti valutati perfino 'urgenti', oltre che connotati da rilevante aggressività, perché iniziati su conto della Banca stessa (e poi rilevati dall'acquirente) ancor prima che Cremonini disponesse di un conto titoli dedicato, ed inoltre di cospicua incidenza percentuale sul volume totale dei titoli trattati per ciascuna seduta. Tali acquisti sono stati effettuati mediante un finanziamento richiesto a BPM per 21,5 milioni di euro.

I primi giudici hanno affermato la rilevanza penale delle condotte considerate e in via preliminare della figura dell'*insider di sé stesso* sotto il profilo della tipicità del fatto ascritto – malgrado la contraria opinione della difesa degli imputati. Hanno parimenti affermato il carattere privilegiato dell'informazione relativa al progetto di Opa finalizzata al *delisting* - contestando la plausibilità dei due scenari interpretativi 'estremi' illustrati in chiave difensiva (*per i quali o l'informazione specifica era del tutto assente, posto che fin dalla fine del 2007 potevano a tale stregua considerarsi rilevanti le precise notizie relative ai propositi operativi di Cremonini, o si era concretizzata in un tempo successivo agli acquisti incriminati, quando - sciolti tutti i nodi relativi alle condizioni del finanziamento dell'operazione - il progetto acquisiva un apprezzabile grado di probabilità logica*) ed iscrivendo invece l'analisi del momento in cui l'informazione assume carattere privilegiato nei parametri suggeriti dalla giurisprudenza anche comunitaria, valorizzando, nell'iter del progetto descritto con precisione nelle sue tappe, la ragionevole probabilità (anche non elevata) di realizzazione dell'evento.

Nello stretto merito, i primi giudici hanno pertanto ritenuto che già dal 14 gennaio 2008 il progetto di una Opa funzionale al *delisting* delle azioni Cremonini, di cui gli imputati erano a conoscenza per averla pianificata, era un evento ragionevolmente prevedibile nel senso di cui all'art. 181 co. 3 Tuf, e tale informazione era sufficientemente specifica, anche perché definita dagli stessi Cremonini, ed idonea a trarre conclusioni sul possibile effetto dell'offerta totalitaria sul prezzo degli strumenti finanziari.

Al riguardo –come detto- il Tribunale ha anche affermato la piena rilevanza penale del c.d. '*insider di sé stesso*'. Contestando la tesi difensiva secondo cui la previsione di cui all'art. 184 Tuf postulerebbe – come *requisito tipico* dell'informazione privilegiata - *l'alterità* tra il



creatore della notizia (l'emittente) ed il suo utilizzatore (l'insider); e contestando altresì il concetto secondo cui non sarebbe 'informazione' la conoscenza di ciò che si ha in animo di attuare, così come la tesi per cui l'incriminazione del c.d. insider criminale (*colui che viene in possesso di informazioni privilegiate a motivo della preparazione o esecuzione di attività delittuose*) sarebbe una isolata ed eccezionale norma derogatoria al principio generale dell'irrelevanza dell'insider di sé stesso.

1.3. la sentenza appellata. La condanna. All'esito del giudizio, gli imputati sono stati ritenuti responsabili dei fatti loro ascritti e condannati – *senza il riconoscimento di attenuanti generiche* – Cremonini Luigi e Cremonini Vincenzo alla pena di **anni 3 di reclusione ed euro 150.000 di multa**, e Aratri Illias alla pena di **anni 2 di reclusione ed euro 50.000 di multa**, con pena sospesa per quest'ultimo. Inoltre, i due imputati Cremonini Luigi e Cremonini Vincenzo sono stati condannati alla pena accessoria dell'interdizione dai PPUU e dell'incapacità di contrattare con la PA per la durata di anni 3, e Aratri Illias alle stesse pene accessorie per la durata di anni 2. Infine, gli imputati sono stati condannati al risarcimento dei danni arrecati all'integrità del mercato, in favore della Parte Civile Consob, valutati in euro 100.000.

2. L'appello. Conclusioni. Hanno interposto appello tutti gli imputati. Con motivi che si illustreranno in una con la loro confutazione, a sostegno delle proprie conclusioni di seguito indicate, hanno chiesto che la Corte d'Appello volesse, *in via preliminare, sulla premessa per cui tutti gli attuali imputati avevano già riportato condanna definitiva in sede amministrativa*

1. In principalità — ai sensi e per gli effetti degli artt. 529 e 649, c.p.p., emettere sentenza di non doversi procedere nei confronti di tutti gli imputati, per violazione del 'divieto di un secondo giudizio', previa immediata e diretta applicazione dell'art. 50 CDFUE e occorrendo dell'art. 4, prot. 7, CEDU, secondo l'interpretazione rispettivamente data dalla CGUE e dalla Corte EDU;

2. In via subordinata — previa sospensione del processo nei confronti di tutti gli imputati, disporre il rinvio degli atti alla Corte di Giustizia UE, ai sensi e per gli effetti dell'art. 267, comma 2, Trattato FUE, sollevando *entrambe* le questioni seguenti:

2.1. *q. principale* — se l'art. 50 CDFUE — interpretato ex art. 52, comma 3, CDFUE, anche alla luce dell'art. 4, prot. 7, CEDU e della relativa giurisprudenza della Corte Europea dei Diritti dell'Uomo e salva in ogni caso una protezione più estesa, nonché i

 3

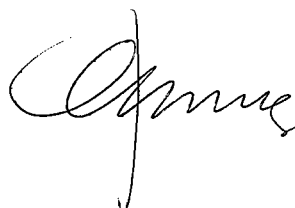
considerando nn. 23 e 27 della Dir. 2014/57/ UE debbano essere interpretati nel senso che tali disposizioni ostano alla possibilità di celebrare un procedimento penale avente ad oggetto un fatto che si assuma penalmente rilevante secondo le disposizioni incriminatrici italiane *sull'insider trading* (art. 184, d. lgs. 58/1998), in relazione al quale l'imputato abbia già riportato sanzione amministrativa ai sensi degli artt. 187-bis, 187-quater, 187-quinquies e 187-sexies, d. lgs. 58/1998, nonché art. 6, comma 3, L. 689/1981, divenuta irrevocabile; nonché

2.2. *q. subordinata* — se l'art. 49 CDFUE — interpretato ex art 52, comma 3, CDFUE, anche alla luce dell'art. 4, prot. 7, CEDU e della relativa giurisprudenza della Corte Europea dei Diritti dell'Uomo e salva in ogni caso una protezione più estesa — nonché gli artt. 7 comma 2 e il considerando n. 27 della dir. 2014/57/ UE, debbano essere interpretati nel senso che ostano *all'applicazione* — nei confronti di un medesimo soggetto e in relazione all'identico fatto materiale — di una o più sanzioni formalmente amministrative, da un lato, nonché una o più sanzioni formalmente penali, dall'altro, le quali dal punto di vista sostanziale abbiano *contenuti* uguali (pecuniari, interdittivi, ablativi), e ciò senza che sia previsto l'obbligo di sottrarre il *quantum* della sanzione *applicata* per prima al *quantum* della sanzione *applicata* per seconda, se omogenea per contenuti;

3. In via ulteriormente subordinata — sospendere il processo nei confronti di tutti gli imputati, in attesa della definizione delle questioni pregiudiziali, se ritenute esaustive e rilevanti ai fini del presente procedimento, già pendenti d'innanzi alla Corte di Giustizia UE ed iscritte ai nn. C-524-15, Mend, C-536/16, Garrison Real Estate ed a., C-596/16 e 597/16, Di Puma e Zecca, in relazione alle quali in data 12.09.2017 sono state presentate le conclusioni dell'Avvocato Generale.

4. In via alternativa — previa sospensione del processo nei confronti di tutti gli imputati, disporre il rinvio degli atti alla Corte Costituzionale ai sensi e per gli effetti dell'art 23, L 11.03.1953, n. 87, sollevando *entrambe* le *q. L c.* seguenti:

4.1. *q. principale* — *illegittimità* costituzionale dell'art. 649, c.p.p., in relazione agli artt. 184 e 187-bis, d. lgs. 58/1998 per violazione dell'art. 117, comma 1, Cost., in relazione al parametro convenzionale interposto dell'art 4, prot. 7, CEDU, secondo l'interpretazione datane dalla Corte Europea dei Diritti dell'Uomo, nella parte in cui non prevede l'applicazione del divieto di un secondo giudizio ove nei confronti dell'imputato siano già state applicate, per il medesimo fatto storico nell'ambito di un



procedimento amministrativo, una o più sanzioni amministrative divenute irrevocabili, delle quali debba riconoscersi la natura sostanzialmente penale ai sensi dei parametri interposti citati.

4.2. *q. subordinata* — *illegittimità* costituzionale degli artt. 184, 186, 187 e 187-terdecies, in relazione agli artt. 187-bis, 187-quater e 187-quinquies, d. lgs. 58/1998, per violazione degli artt. 3 e 27, commi 1 e 3, Cost., nonché per violazione dell'art. 117, comma 1, Cost., in relazione al parametro convenzionale interposto costituito dall'art. 3, CEDU, secondo l'interpretazione datane dalla Corte Europea dei Diritti dell'Uomo, (*principio di proporzione della pena ovvero divieto, individuato dalla Corte EDU, di manifesta sproporzione della pena*), nella parte in cui il combinato disposto delle disposizioni citate contempla *l'applicazione* — nei confronti di un medesimo soggetto e in relazione all'identico fatto materiale — di una o più sanzioni formalmente amministrative, da un lato, nonché una o più sanzioni formalmente penali, dall'altro, le quali dal punto di vista sostanziale hanno *contenuti* uguali (pecuniari, interdittivi, ablativi), e ciò senza che sia previsto l'obbligo di sottrarre il *quantum* della sanzione *applicata* per prima al *quantum* della sanzione *applicata* per seconda, se omogenea per contenuti.

5. *In ogni caso* — assumere, anche *d'ufficio*, ogni diverso/ulteriore provvedimento ritenuto necessario od opportuno a seguito dell'intervenuta irrevocabilità delle sanzioni amministrative irrogate nei confronti degli odierni imputati con delibera CONSOB n. 17777 del 15.05.2011.

Nel merito gli appellanti hanno concluso nei termini che seguono:

Con riferimento a tutti i capi e i punti della sentenza, è stato chiesto che la Corte volesse:

1. in via preliminare, dichiarare la nullità dell'ordinanza in data 11.03.2015 e l'inutilizzabilità della relazione Consob del 24.05.2010 nonché di tutti i relativi allegati, ovvero quantomeno dichiarare l'inutilizzabilità della relazione Consob e degli allegati in relazione a tutte le parti contenenti, in forma diretta o indiretta, elementi assunti per via dichiarativa durante l'indagine amministrativa. Per l'effetto, dichiarare la non più sanabile violazione dell'onere probatorio in capo alla Pubblica Accusa nonché la violazione di tutte le disposizioni processuali sopra indicate e conseguentemente assolvere Vincenzo

 5

Cremonini, Luigi Cremonini e Illias Aratri; con ogni conseguente pronuncia.

2. Ancora in via preliminare, dichiarare la nullità della sentenza impugnata, ai sensi degli artt. 546, comma 1, lett. e) e 125, comma 3, c.p.p. e conseguentemente assolvere Vincenzo Cremonini, Luigi Cremonini e Illias Aratri; con ogni conseguente pronuncia.

3. in ogni caso, nel merito, assolvere Vincenzo Cremonini, Luigi Cremonini e Illias Aratri perché il fatto non sussiste o per non aver commesso il fatto, o con altra formula ritenuta di giustizia; con ogni conseguente pronuncia;

4. in via subordinata, ridurre nei confronti di Vincenzo Cremonini, Luigi Cremonini e Illias Aratri le pene principali contenendole entro i limiti minimi edittali e applicare le circostanze attenuanti generiche ai sensi e per gli effetti dell'art 62-bis, c.p., nonché in favore di Vincenzo Cremonini e di Illias Aratri le circostanze attenuanti di cui all'art. 114, c.p., nella massima misura consentita; ridurre proporzionalmente le pene accessorie e in ogni caso contenerle sino al limite minimo di legge; in ogni caso applicare la sospensione condizionale della pena ai sensi e per gli effetti dell'art. 163, c.p. in favore di Vincenzo Cremonini e Luigi Cremonini, con ogni conseguente pronuncia; ferma la sospensione condizionale già concessa in favore di Illias Aratri.

5. Sulle statuizioni civili: in via principale, annullare nei confronti di Vincenzo Cremonini, Luigi Cremonini e Illias Aratri la condanna al risarcimento del danno; in via subordinata, ridurne l'entità secondo i parametri equitativi di legge; con ogni conseguente pronuncia.

3. L'udienza nel processo d'appello. All'udienza del 15/1/2019 - *ultima di una serie, assenti gli imputati* - il PG ha chiesto la conferma della sentenza appellata, così come la parte civile Consob. I difensori degli imputati hanno insistito nelle conclusioni e nei motivi in atti. All'esito della discussione il Collegio ha emesso la presente decisione, del cui dispositivo ha dato pubblica lettura in udienza. Motivazione riservata al termine di gg. 90.

** **

4. La decisione. La sentenza appellata va riformata unicamente alle pene accessorie irrogate agli imputati. Per il resto, i motivi di appello sono infondati.



4.1. La questione preliminare del ne bis in idem, pur non avendo costituito formalmente un motivo di appello (le conclusioni rassegnate in tale sede sono quelle *di merito* sopra riportate) è in ogni caso una questione rilevabile d'ufficio, che è stata lungamente dibattuta fra tutte le parti nel presente giudizio. Va subito detto che l'evoluzione recente della giurisprudenza nazionale e di quella sovranazionale – come oltre verrà precisato – rende del tutto inaccoglibili e/o superate le istanze avanzate dalle parti.

La questione si pone in riferimento al 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. L'art. 50 Carta dei Diritti Fondamentali dell'Unione Europea (CDFUE) esprime il principio per cui 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.

Secondo l'art. 52 Carta dei Diritti Fondamentali dell'Unione Europea (CDFUE), *"le 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 siano necessarie e rispondano effettivamente a finalità di interesse generale riconosciute dall'Unione o all'esigenza di proteggere i diritti e le libertà altrui.*

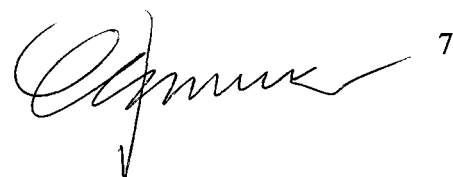
I diritti riconosciuti dalla presente Carta che trovano fondamento nei trattati comunitari o nel trattato sull'Unione Europea si esercitano alle condizioni e nei limiti definiti dai trattati stessi.

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".

Secondo l'art. 4, n. 7, Protocollo aggiuntivo alla CEDU, per la parte che qui interessa, recita:

"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.....".

Il percorso giurisprudenziale sul tema muove dalla sentenza CEDU Grande Stevens/Italia del 4 Marzo 2014 che, in materia di manipolazione del mercato, ha stabilito che uno stesso fatto non possa essere sanzionato due volte, dapprima nel procedimento amministrativo (in quel caso, 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"



7

individuata secondo i criteri c.d. 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 per effetto degli stessi fatti, in base al reato di cui - in quel caso - all'art. 185 d.lgs. n. 58 del 1998.

Con tale decisione, 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.

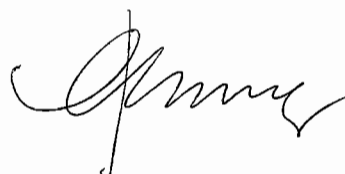
Vi è da dire che la nozione di "illecito amministrativo di natura sostanzialmente penale" è ormai recepita dalla Giurisprudenza delle Corti Europee e da quella della Corte di Cassazione, che spesso si sono cimentate con la questione del doppio binario sanzionatorio e del conseguente problema della violazione 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).

La decisione Grande Stevens aveva interpretato l'art. 4 del protocollo 7 in maniera rigorosa, 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*.

La stessa 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.

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*.

E' stato infatti 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, avuto 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").

Per verificare la sussistenza di una tale connessione, la Corte ha individuato alcuni criteri che i Giudici nazionali hanno l'onere di considerare.

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.

L'essenziale novità rispetto al precedente orientamento risiede 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.

Nella scala di valori espressi dai criteri suindicati, quello della proporzionalità è considerato nella stessa pronuncia quello principale, 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 in presenza di un meccanismo compensatorio volto ad assicurare che l'importo globale di tutte le pene sia proporzionato.

Nel caso al suo esame - che riguardava una frode fiscale per la quale i ricorrenti erano

 9

stati sanzionati con maggiorazioni di imposta dal fisco, accettate e pagate, e poi condannati in sede penale - 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.

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

Con la decisione *Aklagaren c. Hans Akerberg 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 c.d. 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*.

Nel mese di Marzo del 2018 la Corte UE ha emesso tre sentenze in materia, i cui percorsi argomentativi sono in sostanza analoghi.

Tra queste viene in rilievo - se non altro anche per il richiamo che gli appellanti ne hanno fatto nelle proprie conclusioni sulla questione preliminare al punto 3 (supra, pg. 4) - la sentenza *Garlsson Real Estate*, 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.

La pronuncia 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".

Sul punto, 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.

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.*

Per altro verso, 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.

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".

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.

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.

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 (già) 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".

Anche gli arresti recenti della Corte Costituzionale italiana rendono superate le conclusioni sul punto assunte dagli appellanti. La Corte Costituzionale infatti con sentenza nr. 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".

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.*

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.

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"*.

Ancora, la stessa Corte di Cassazione, 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.*

Altre 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. (quanto segue valga a rispondere alla conclusione principale fra quelle preliminari sollevata dagli



appellanti), 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 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 13 c/ Norvegia del 15 novembre 2016 - *secondo il diverso concetto di complementarità 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.*

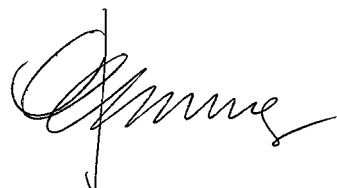
Le sentenze sopra ricordate, a partire dalla pronuncia A e B contro Norvegia, allo scopo di trovare un giusto temperamento di interessi tra le esigenze repressive dello Stato nazionale verso fatti illeciti di notevole disvalore sociale e le *garanzie individuali*, e allo scopo di mitigare gli effetti 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 giunte 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.

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.

Tra i sub-criteri più volte citati, quello espressamente affrontato dalle contestazioni degli appellanti riguarda la "proporzionalità" del trattamento sanzionatorio complessivamente irrogato agli imputati, a seguito della intervenuta definitività delle sanzioni amministrative pecuniarie inflitte dalla Consob (*cf. conclusioni sub 4.2. e 5. della parte preliminare - supra, pg. 5*).

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 (in quella sede ex art. 185 Tuf - in questa ex art. 184 Tuf) insieme alla sanzione pecuniaria (in quel caso ex art. 187 ter Tuf, nel presente ex art. 187 bis Tuf) non sarebbe riequilibrato dalla norma ex *art. 187 terdecies*



Tuf, rubricata "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* derivate 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.


Un siffatto 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.*

A tale stregua 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.

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.

Su tali basi la recente sent. Cassazione Sez. V, 16.7-10.10.2018 nr. 45829, a cui questo Collegio si è fin qui riferito nella presente sezione di argomenti, ha pertanto conclusivamente affermato che non sussiste la violazione del principio di ne bis in idem nel

 15

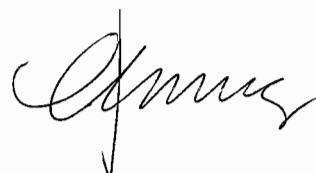
caso in cui le sanzioni penale ed amministrativa complessivamente irrogate rispettino il principio di "proporzionalità", alla luce della recente giurisprudenza della Corte di Giustizia dell'Unione Europea (causa C-524/15, Menci; causa C-537/16, Garlsson Rea/ Estate e a.) e della Corte Europea dei diritti dell'uomo (cent. 15 novembre 2016, A e B c. Norvegia, ric. n. 24130/11 e 29758/11), nei termini specifici ed 'operativi' appena precisati.

E' evidente che la (doverosa) analisi in concreto -ed alla luce delle specificità del caso presente- della compatibilità o meno delle pene come complessivamente inflitte agli appellanti dai due canali sanzionatori che fin qui hanno operato va posticipata alla relativa sezione, una volta verificata la fondatezza o meno dei motivi di merito.

4.2. L'insider di sé stesso. Un preliminare motivo di appello comune a tutti gli imputati è stato ribadito nella (ri)proposizione della questione della inammissibilità della figura dell'*insider di sé stesso*, criticando la sentenza appellata laddove essa giunge all'affermazione della rilevanza penale della figura in questione negando valore interpretativo dirimente al considerando n.30 della Direttiva 2003/6/CE, e privilegiando contraddittoriamente il valore interpretativo del considerando n. 2. E' in ogni caso centrale - secondo gli appellanti - la lettera della norma incriminatrice, la quale codifica col sintagma '*in ragione*' il rapporto fra la qualità dell'insider primario ed il possesso dell'informazione. Tesi confermata dalla disposizione sull'*insider criminale* che, estendendo espressamente il tipo ai casi connotati da un possesso determinato non dall'appartenenza a una delle categorie di cui all'art. 184 co. 1 Tuf, bensì alla *preparazione o esecuzione di attività delittuose*, rende evidente come tale qualificata sotto-ipotesi di insider di sé stesso non sarebbe punibile in assenza di una disposizione ad hoc (art. 184 co. 2 Tuf).

Orbene, malgrado la questione sia stata definita non centrale in sede di discussione orale dalla difesa degli imputati - forse in ragione di una sopravvenuta persuasiva decisione della Cassazione Civile in sede di parallelo percorso delle sanzioni amministrative (quella a cui questo Collegio intende riferirsi da qui in avanti) - merita comunque ribadirne l'infondatezza.

Gli appellanti denunciano in sostanza un vizio di falsa applicazione dell'articolo 187 T.U.F. e della direttiva 2003/06/CE nella parte in cui il giudicante ha ritenuto sussistente il collegamento causale tra il possesso dell'informazione privilegiata e lo status di *insider*; gli appellanti assumono che, essendo gli imputati gli stessi ideatori del progetto di OPA sulle azioni Cremonini s.p.a., l'informazione privilegiata dell'esistenza di tale progetto era in loro possesso non in ragione dei ruoli da loro svolti nella stessa Cremonini s.p.a. e nella Cremofin s.r.l., ma semplicemente perché tale progetto era stato da loro ideato. In primo luogo si assume che il termine "informazione" postulerebbe il trasferimento di materiale



conoscitivo da un soggetto informatore ad un soggetto informato, cosicché non ogni tipologia di dato conoscitivo sarebbe sussumibile nella nozione di *informazione*, ma *solo il materiale conoscitivo che abbia formato oggetto di una trasmissione tra soggetti diversi*. Al riguardo, anche dopo che dal testo delle norme regolatrici della materia è stato rimosso l'aggettivo "ottenute", ai fini della configurabilità della nozione di "informazione" rilevante ex art. 187 bis, primo comma, T.U.F., continuerebbe ad essere necessario un trasferimento di conoscenza da uno ad altro soggetto.

Inoltre, è stato affermato che la locuzione "*in ragione della sua qualità di ...*", contenuta nel testo dell'articolo 184 T.U.F., postulerebbe che la condotta sanzionata sia quella di colui (*insider*) che sfrutti un'informazione acquisita nell'ambito (ed a causa) di un rapporto fiduciario in essere con l'emittente.

Da ultimo – come anticipato sopra – è stata ribadita la rilevanza del 30° "*considerando*" della direttiva 2003/06/CEE ("*Poichè l'acquisizione o la cessione di strumenti finanziari implica necessariamente una decisione preliminare di acquisire o di cedere da parte della persona che procede ad una di queste operazioni, non si dovrebbe considerare che il fatto di effettuare questo acquisto o cessione costituisca di per se un'utilizzazione di un'informazione privilegiata.*"), che non ha motivo di ritenersi riduttivamente riferito alle OPA con finalità di scalata e non alle OPA che, come quella che ha dato origine alla vicenda per cui è causa, abbiano *finalità di delisting* (vale a dire le OPA in cui il socio di maggioranza tende ad acquistare tutte le azioni della società per poi cancellare la stessa dal listino di borsa).

Le argomentazioni che precedono non hanno rilievo.

Nel contesto dell'articolo 187 bis T.U.F. la parola "informazione" non è accompagnata da alcun riferimento alla relativa provenienza e viene usata in senso meramente oggettivo e statico, come sinonimo di "conoscenza" o "notizia" oggetto di possesso. La circolazione che l'informazione possa avere avuto prima di entrare nel possesso dell'agente non trova alcuna eco semantica (quale poteva essere, nel testo dell'articolo 2, primo comma, della legge n. 157/91, l'aggettivo "*ottenute*") nè nel testo dell'articolo 187 bis T.U.F., nè nel testo dell'articolo 1, n. 1, della Direttiva 2003//CE (che così definisce la nozione di "informazione privilegiata": "*un'informazione che ha un carattere preciso, che non è stata resa pubblica e che concerne, direttamente o indirettamente, uno o più emittenti di strumenti finanziari o uno o più strumenti finanziari, che, se resa pubblica, potrebbe influire modo sensibile sui prezzi di tali strumenti finanziari ovvero sui prezzi di strumenti finanziari derivati connessi*"). Va poi aggiunto che nemmeno nella direttiva 2003/124/CE, recante modalità di esecuzione della direttiva 2003/6/CE per quanto riguarda, tra l'altro, la definizione delle informazioni privilegiate, può rinvenirsi un qualche riferimento che induca a ritenere che la nozione di "informazione" rilevante ai fini della disciplina europea degli abusi di mercato postuli la *trasmissione* di materiale conoscitivo da un soggetto ad un altro.



Si può quindi affermare che nel testo dell'articolo 187 bis T.U.F. l'espressione "informazione" va intesa quale "conoscenza", indipendentemente dal fatto che tale conoscenza sia stata o meno trasmessa da altri all'agente. Nemmeno è condivisibile l'ulteriore argomentazione sviluppata dai ricorrenti, relativa all'assenza, nella ipotesi *dell'insider di se stesso*, di un nesso causale tra il possesso dell'informazione e la qualità di *insider*. Essa si risolve, infatti, in un corollario del postulato che la nozione di informazione si identifichi in quella di conoscenza trasferita da un soggetto ad un altro; è infatti coerente con tale postulato affermare che i ricorrenti - che non hanno ricevuto da nessuno l'informazione sul progetto di OPA, essendo essi stessi gli ideatori di tale progetto - non sarebbero in possesso dell'informazione relativa all'esistenza di tale progetto in ragione delle loro partecipazioni o cariche societarie (bensì in ragione della loro qualità, appunto, di ideatori del progetto stesso).

Ne segue che, respinto il postulato che ne è alla base, cede anche il corollario. E' evidente, infatti, che Luigi Cremonini, Vincenzo Cremonini e Ilias Aratri non hanno *ricevuto* l'informazione relativa al progetto di OPA da altri soggetti con i quali essi erano in contatto professionale in ragione delle loro partecipazioni o cariche societarie; ma è altrettanto evidente che gli stessi in tanto hanno ideato il progetto di OPA, acquisendo conseguentemente il possesso della relativa informazione, in quanto Luigi e Vincenzo Cremonini erano titolari di cariche (e, il primo, anche di partecipazioni) nella società emittente Cremonini s.p.a. e Ilias Aratri esercitava la funzione di amministratore della Cremofin s.r.l..

In buona sostanza, se Luigi Cremonini non fosse stato azionista di controllo e presidente di Cremonini s.p.a., se suo figlio Vincenzo non fosse stato amministratore delegato di Cremonini s.p.a. e se Ilias Aratri non fosse stato amministratore unico di Cremofin s.r.l., essi non avrebbero ideato il progetto di OPA e, quindi, l'oggetto stesso della informazione da loro posseduta non sarebbe venuto ad esistenza. Essi erano dunque in possesso dell'informazione relativa al progetto di OPA in ragione delle loro partecipazioni, cariche e funzioni, perché *in ragione* di tali partecipazioni, cariche e funzioni essi avevano ideato il progetto di cui possedevano l'informazione. La situazione dei ricorrenti è dunque perfettamente inquadrabile nello schema *dell'insider primario*.

D'altra parte, né nell'articolo 187 bis T.U.F., né nella direttiva 2003/6/CE è operata alcuna distinzione tra chi utilizzi una informazione da lui stesso creata (vale a dire, l'informazione relativa ad un evento futuro da lui stesso ideato) e chi utilizzi un'informazione ricevuta da altri.. La *ratio* del divieto di utilizzare informazioni privilegiate consiste, invece, come chiarito dalla Corte di Giustizia dell'Unione Europea, "*nel tutelare l'integrità del mercati*

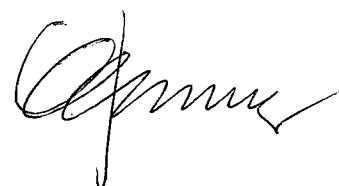


finanziari e nel rafforzare la fiducia degli investitori che riposa, in particolare, sulla garanzia che questi ultimi saranno posti su un piano di parità e tutelati contro l'utilizzazione illecita delle informazioni privilegiate" (sentenza in causa C-45/08 Spector § 62).

Quanto poi alla valutazione del 30° "*considerando*" della direttiva 2003/6/CE, che ad avviso degli appellanti fonderebbe come legittime le condotte ascritte agli imputati, va detto che tale concetto non trova riscontro nel tenore letterale di tale "*considerando*", giacché esso, quando afferma che il fatto di effettuare acquisti o cessioni non può essere considerato una utilizzazione dell'informazione privilegiata relativa alla decisione dell'agente (necessariamente antecedente) di effettuare tali operazioni, postula l'identità tra le operazioni oggetto della previa decisione e le operazioni successivamente poste in essere dall'operatore in esecuzione della stessa. Nella specie, quindi, il disposto del 30° "*considerando*" imporrebbe di non considerare utilizzazione dell'informazione privilegiata l'effettuazione degli acquisti conseguenti al lancio dell'OPA (ossia, appunto, gli acquisti costituenti oggetto della decisione - previamente assunta e costituente oggetto di informazione privilegiata - di dare corso ad un'OPA), ma non offre alcuna indicazione sulla possibilità di considerare, o meno, utilizzazione dell'informazione privilegiata del prossimo lancio di un'OPA le operazioni di acquisto e vendita di titoli effettuate non in esecuzione dell' OPA ma prima del relativo lancio.

Nè a diverse conclusioni potrebbe pervenirsi sulla base del tenore letterale dell'articolo 9, quinto comma, del Regolamento n. 596/2014 (Market Abuse Regulation, in sigla MAR), che ha ora sostituito la direttiva 2003/6/CE nella disciplina della materia. E' infatti decisiva la considerazione che anche la nuova disposizione ("*Ai fini degli articoli 8 e 14, il semplice fatto che una persona utilizzi la propria cognizione di aver deciso di acquisire o cedere strumenti finanziari per l'acquisizione o la cessione di tali strumenti finanziari non costituisce di per sé utilizzo di informazioni privilegiate*") postula una relazione biunivoca tra le operazioni oggetto di previa decisione e le operazioni effettuate in attuazione di tale decisione. Nella specie in esame, invece, le operazioni contestate sono diverse dall'operazione oggetto della previa decisione degli operatori, giacché tale decisione aveva ad oggetto il lancio di un'OPA (e, quindi, l'acquisto di titoli in esecuzione dell'OPA) mentre le operazioni in relazione alle quali si contesta l'abuso di informazione privilegiata consistono in acquisti di titoli effettuati prima del lancio dell'OPA e, quindi, diversi dagli acquisti costituenti attuazione della decisione oggetto della decisione oggetto di informazione privilegiata (lancio dell'OPA).

Tanto premesso, va ancora osservato che la Corte di Giustizia dell'Unione Europea, nella

 19

già citata sentenza C-45/08 Spector, ha chiarito che, in linea generale, "il divieto degli abusi di informazioni privilegiate si applica quando un insider primario che le detiene utilizza indebitamente il vantaggio che dette informazioni gli conferiscono effettuando un'operazione di mercato corrispondente a queste ultime" (§53) e che, conseguentemente, "il fatto che un insider primario, il quale detiene informazioni privilegiate, effettui un'operazione di mercato sugli strumenti finanziari cui esse si riferiscono comporta che tale persona ha «utilizzato tali informazioni» ai sensi dell'art. 2, n. 1, della direttiva 2003/6, fatto salvo il rispetto dei diritti della difesa e, in particolare, del diritto di poter confutare tale presunzione." (§54). La Corte di Giustizia ha poi indicato varie ipotesi, contemplate nel preambolo della direttiva 2003/6/CE, nelle quali l'effettuazione di un'operazione di mercato da parte di un insider primario in possesso di informazioni privilegiate non dovrebbe di per sé costituire "uso di informazioni privilegiate" e, tra tali ipotesi, ha richiamato anche la previsione del 30° "considerando", concludendo che "l'art. 2, n. 1, della direttiva 2003/6 deve essere interpretato nel senso che il fatto che una persona di cui al secondo comma di tale disposizione che detiene informazioni privilegiate acquisisca o ceda, o cerchi di acquisire o cedere, per conto proprio o per conto terzi, direttamente o indirettamente, gli strumenti finanziari cui le informazioni si riferiscono comporta che tale persona ha «utilizzato tali informazioni» ai sensi di detta disposizione, fatto salvo il rispetto dei diritti della difesa e, in particolare, del diritto di poter confutare tale presunzione. La questione se detta persona abbia violato il divieto degli abusi di informazioni privilegiate deve essere analizzata alla luce della finalità di tale direttiva, la quale consiste nel tutelare l'integrità dei mercati finanziari e nel rafforzare la fiducia degli investitori, che riposa, in particolare, sulla garanzia che questi ultimi saranno posti su un piano di parità e tutelati contro l'utilizzazione illecita delle informazioni privilegiate." (§62).

In sostanza, secondo l'interpretazione della disciplina europea offerta dalla Corte di Giustizia, la questione della possibilità di escludere che l'insider che -compiendo operazioni di mercato essendo in possesso di informazioni privilegiate- incorra nel divieto di abuso di queste ultime va esaminata alla luce della *ratio* della disciplina sugli abusi di mercato; *ratio* che la Corte di Giustizia individua nell'esigenza di garantire che le operazioni di mercato si svolgano in condizioni di parità informativa tra gli operatori.

Per quanto riguarda l'OPA finalizzata al *delisting*, in primo luogo non appare erroneo ritenere che «non può trovare applicazione nel caso di specie il principio enunciato dal citato considerando 30°, in quanto, trattandosi di una OPA finalizzata al *delisting*, il rastrellamento posto in essere mediante la Cremofin non costituiva un principio di esecuzione di tale operazione, bensì lo sfruttamento della conoscenza di tale progetto»; inoltre, la *ratio* della disciplina sugli abusi di mercato, vale a dire, come sopra precisato,



l'esigenza di garantire che le operazioni di mercato si svolgano in condizioni di parità informativa tra gli operatori, non fa emergere alcuna ragione per derogare alla presunzione, a cui si fa riferimento nel §62, sopra trascritto, della sentenza Spector, che le operazioni di acquisto o vendita di strumenti finanziari *poste in essere dall'insider che sia in possesso di informazioni privilegiate costituisce utilizzazione di tali informazioni. Nell'OPA finalizzata al delisting*, infatti, l'iniziativa parte non da un soggetto esterno alla società investita dall'OPA stessa, bensì dal socio di maggioranza di tale società, il quale, compiendo operazioni di acquisto di titoli nel periodo intercorrente tra la decisione e la comunicazione al pubblico del lancio dell'OPA, utilizza l'informazione privilegiata relativa al prossimo lancio dell'OPA proprio al fine di (ab)usare della disparità informativa esistente tra di lui, che è al corrente dell'imminente lancio dell'OPA, e gli altri azionisti della stessa società che, ignari di tale imminente lancio, sono disposti a cedergli le azioni in loro possesso a un prezzo minore di quello destinato ad essere offerto nella futura OPA (nella sentenza gravata si riferisce che il prezzo offerto nell'OPA era di € 3 per azione, mentre gli acquisti effettuati tra il 9 gennaio del 20 febbraio 2008, oggetto del presente procedimento, avvennero ad un prezzo medio di € 2,27 per azione).

4.3. Col primo motivo, comune agli appellanti, viene affermata la non ammissibilità al fascicolo per il dibattimento della relazione Consob ed allegati - e comunque l'inutilizzabilità di tutti i contenuti.

Posto che ne è negata la natura documentale, si sarebbe verificata una surrettizia introduzione nel dibattimento di fonti di natura dichiarativa assunte senza osservanza di norme di procedura, non direttamente fruibili dal Giudice del dibattimento.

Vi sarebbe un primo disallineamento fra l'ordinanza (11/3/2015) che ha ammesso l'acquisizione della relazione Consob nella sua interezza e le motivazioni della sentenza, le quali nei propositi sembrano eliminare le fonti dichiarative diverse dalle audizioni, specie quelle provenienti da persone giuridiche - istituti di credito/intermediari finanziari -, perché 'anonime' - cioè basate sul ricordo di soggetti mai identificati, e perché fondanti una sorta di ricostruzione a posteriori del contesto e della correlazione attribuibile a materiali documentali non auto-esplicativi; ma nei fatti mostrano di utilizzare tutto il materiale acquisito da Consob, senza distinzioni di sorta, specialmente quello di ordine 'cronologico'.

L'ordinanza 11/3/2015 -secondo gli appellanti- viola la legge processuale, poiché la qualificazione che dà al materiale in termini di *documento* (art. 234 cpp) è solo *formalistica*, elusiva del principio di oralità; il principio antielusivo in merito è nell'art. 220 disp. att. cpp., in relazione al quale la natura dell'atto va determinata secondo il criterio dei *contenuti*: se vengono acquisiti elementi di tipo dichiarativo non potrà mai essere



considerato *documento* il supporto che li incorpora, li cita o li rielabora.

Anche la parte descrittiva della relazione Consob è costruita come concatenazione temporale di informazioni assunte per via dichiarativa, la più parte di fonte anonima, elementi senza i quali l'elaborato perderebbe ogni costrutto sintattico, logico-semanticamente e descrittivo.

La ricostruzione del periodo del processo decisionale (dicembre 2007 - fine marzo 2008) si compone di date ed eventi posti in relazione logico-temporale unicamente sulla base degli *elementi dichiarativi* offerti da Banche e intermediari finanziari sotto forma di risposta a quesiti di Consob, formulata da funzionari non identificati, mai escussi in dibattimento.

La stessa deposizione del teste d'accusa Portioli - nella parte in cui illustra il processo decisionale con esplicito riferimento al materiale raccolto da Consob, senza aggiungere autonomi contenuti - è affetta da analoga inutilizzabilità.

Il motivo non è accoglibile.

Va premesso che una formalistica adesione ai criteri che sorreggono l'eccezione processuale degli appellanti - con la conseguente espunzione di *tutto* il materiale della relazione Consob diverso da quello meramente documentale auto-esplicativo - seppure potesse apparire corretta dal punto di vista della legge processuale vigente, realizza di sicuro un risultato che si pone in netto contrasto con l'esigenza - insita nella verificata sussistenza della *ragionevole connessione* fra i due procedimenti (amministrativo e penale)-, che la Corte ha individuato (anche) nella "...conduzione dei procedimenti in modo da evitare, per quanto possibile, la duplicazione nella raccolta e nella valutazione della prova..." (cfr. supra, pg. 9).

Ma a parte ciò, va qui osservato che i rilievi svolti dagli appellanti appaiono del tutto *generici*, inidonei ad offrire una contestazione precisa e circostanziata degli snodi più significativi della cronologia dei rapporti fra Cremonini e le Banche finanziatrici del progetto; i quali snodi - nel tutto sommato *limitato perimetro* che la sentenza di primo grado utilizza (e che questa Corte riconosce correttamente affrontati) - fondano intanto (per le considerazioni che si andranno ad effettuare più oltre) la ragionevole certezza del fatto che negli incontri programmati nei primi giorni dell'anno 2008, e tenutisi il 14 gennaio 2008 con BNP Paribas, il 22 gennaio (con Banca Akros) e il 25 gennaio (con il gruppo BPM - cfr. descrizione di tali *meetings* come effettuata alle pgg. 13 e 14 della sentenza appellata, su cui non risultano osservazioni specifiche degli appellanti) si esprime una decisa accelerazione del progetto, che integra - per le considerazioni che si faranno più avanti - l'evidenza di una scelta già sufficientemente orientata e completa quanto all'effettuazione di un'Opa finalizzata al delisting, specie considerate le altre variabili che si tratteranno nel prosieguo.



Alla luce di quanto precede, va concluso che la 'prova di resistenza' del materiale che può essere utilizzato una volta eliminato - ove vi sia - tutto quello che appaia *organizzato argomentativamente mediante l'intreccio di nessi oggettivi, a fornire una narrazione in qualche misura orientata* (e priva della possibilità di effettivo contraddittorio), si conclude con l'affermazione che ciò che rimane appare del tutto sufficiente a ricostruire la vicenda in maniera oggettiva, nella piena osservanza dei principi processuali a garanzia degli imputati.

4.4. Col secondo motivo, comune agli appellanti, viene lamentata violazione della legge processuale, per l'assoluta assenza di motivazione sulle risultanze probatorie emerse in dibattimento: al netto dei dati non utilizzabili della relazione Consob, infatti, la 'prova di resistenza' dell'affermazione di responsabilità -alla luce degli elementi disponibili e dei *soli* contributi effettivamente documentali emersi- non sarebbe idonea a sostenere la motivazione della sentenza. Senza contare che non sarebbe stata adeguatamente valutata la testimonianza del teste Bergami sulle difficoltà delle trattative, condizionate dalle condizioni non flessibili poste dal gruppo, (*indisponibile a concedere garanzia reale su un pacchetto azionario superiore al 49%*), e sulla complessità e pluralità dei passaggi che hanno caratterizzato il processo decisionale, specialmente con riferimento al parere obbligatorio non vincolante di Unicredit del 19/3/2008 (un mese dopo la cessazione degli acquisti), necessariamente prodromico alla presentazione dell'operazione al Comitato Crediti Italia di Unicredit Banca d'Impresa - il quale aveva stigmatizzato in maniera evidente il fatto che l'impianto cauzionale fosse 'molto debole'; il che doveva porre in adeguata evidenza che prima della seduta del 20 marzo 2008 del Comitato, i funzionari della banca non erano in grado di pronosticare l'esito della trattativa.

Uguualmente, nemmeno la testimonianza del teste Berni - *di Cariparma & Piacenza, ente che in data 26/3/2008 aveva erogato parte del finanziamento all'interno del pool di banche, a fronte di una richiesta (della Banca) di metà marzo di entrare nel pool di finanziatori* - era stata adeguatamente valorizzata: il teste aveva sì evidenziato il 'forte interesse' del Cremonini alla conclusione dell'operazione, ma anche il fatto - decisivo -che esso dovesse coniugarsi con la c.d. 'bancabilità' dell'operazione, cioè con la ricorrenza di tutti i presupposti che rendevano anche per le banche fattibile e sicura l'operazione di finanziamento.

Ancora, le dichiarazioni del teste Racca (*vice direttore Centrale Banca Akros, poi incaricata degli acquisti in discorso*) erano state trascurate quanto all'evidenziazione del 'clima' favorevole agli acquisti del titolo (*fra l'altro con obiettivo quantitativo non determinato a priori ma valutato giornalmente, in base all'andamento del titolo, secondo un normale criterio di convenienza*), subito dopo l'accordo con Gruppo JBS, che doveva condurre ad un considerevole apprezzamento

 23

del titolo.

Nello stesso solco, di dimostrazione delle condizioni finanziarie del Gruppo all'epoca delle trattative con le banche, e sul fondamento razionale degli acquisti contestati, l'elaborato dei consulenti delle difese, Proff. Provasoli e Pozza, era stato del tutto trascurato dal giudicante, malgrado offrisse un coerente quadro di insieme da cui poter ricavare che lo stesso progetto di Opa si prospettava come non del tutto favorevole per l'indebitamento complessivo del gruppo, e tale da contemplare in ogni caso un novero di garanzie da parte del gruppo Cremonini assai limitato. Per contro, nella prospettiva dell'apprezzamento sperato del titolo dopo l'accordo con JBS, l'investimento di Cremonini nell'acquisto delle azioni oggetto del presente processo era condotta del tutto ragionevole e dotata di fondamento razionale; in più il finanziamento conseguito a tale scopo (21,5 mln) era logicamente incompatibile con una già raggiunta consapevolezza della fattibilità dell'ottenimento dell'ulteriore finanziamento (per 219 mln) ai fini del lancio dell'Opa totalitaria.

4.5. Col terzo motivo, comune agli appellanti, viene lamentato vizio della motivazione: il Tribunale aveva articolato il suo giudizio sulla base di una superficiale valutazione delle prove acquisite: esse invero tratteggiavano il processo decisionale contrassegnato dalla trattativa del Gruppo col pool di banche finanziatrici come complesso, incerto, difficoltoso a causa della prolungata inconciliabilità fra le concessioni del Gruppo e le pretese delle banche in merito al pacchetto cauzionale in discussione. Al riguardo, il Tribunale aveva effettuato una analisi parziale, incompleta, solo apparentemente condotta alla luce dei criteri della giurisprudenza comunitaria CGCE Markus Gelt/Daimler AG, in realtà rovesciando i dati del problema ed accedendo ad una indebita sostituzione della *prognosi postuma oggettiva* con la nozione di '*intenso interesse incondizionato*' dell'imprenditore alla conclusione del progetto, inteso come collante volontaristico e psicologico del frammentato quadro di elementi.

E ciò aveva fatto oltretutto non avvedendosi dell'illogicità di tale opzione interpretativa, se ricordata alle condotte incriminate, che possono trovare invero *ulteriore* ragionevolezza nei termini allegati dagli imputati proprio nel momento in cui l'imprenditore stimi inverosimile la conclusione positiva delle trattative per l'Opa. Per non dire delle singole incongruenze del quadro scaturito dall'apprezzamento del Tribunale in ordine alla inconciliabilità della (presunta) prognosi degli imputati in ordine alla operazione di OPA e le caratteristiche quantitative e cronologiche del finanziamento richiesto per gli acquisti di azioni – del tutto eccentriche rispetto alla prima –, i possibili (assai limitati) benefici di questi ultimi, raffrontati ai cospicui rischi di essi.



In tale quadro era del tutto smarrita una seria e razionale analisi dell'elemento soggettivo che muoveva le condotte, che andava invece necessariamente raccordata alla strenuità delle trattative, ed alla loro incertezza prolungata.

I precedenti due motivi, analizzati congiuntamente per l'evidente contiguità di nessi logici e giuridici, sono peraltro infondati.

Le difese degli imputati censurano la sentenza impugnata rilevando che il giudice di prime cure avrebbe ritenuto sussistente il carattere "privilegiato" dell'informazione concernente il lancio dell'OPA in questione muovendo da una nozione erronea del requisito della "precisione" dell'informazione relativa al verificarsi di un evento futuro nell'ambito di un processo decisionale prolungato.

Secondo gli appellanti, il Tribunale, invece di desumere la probabilità di verificazione dell'evento futuro relativo al lancio dell'OPA sulla base di un giudizio di «*prognosi postuma su base oggettiva, da calibrare in concreto sugli elementi storici*» focalizzati, in particolare, sulle diverse fasi di sviluppo delle trattative con le banche per il finanziamento dell'OPA medesima, avrebbe invece ritenuto sussistente requisito della "precisione" della suddetta informazione sulla base di valutazioni afferenti alla *soggettività del foro interno*» degli odierni imputati, ossia «*all'intensità del desiderio imprenditoriale soggettivo di realizzare l'OPA*» (pag. 47 degli atti di appello).

Va detto al riguardo che la nozione legislativa di "informazione privilegiata" è contenuta nell'art. 181 del TUF il quale stabilisce che «*ai fini del presente titolo per informazione privilegiata si intende un'informazione di carattere preciso, che non è stata resa pubblica, concernente, direttamente o indirettamente, uno o più emittenti o strumenti finanziari o uno o più strumenti finanziari, che, se resa pubblica, potrebbe influire in modo sensibile sui prezzi di tali strumenti finanziari*».

Il comma 3 del citato art. 181, comma 1, del TUF, nello specificare concetto di "precisione" dell'informazione di cui al comma 1, prevede che «*Un'informazione si ritiene di carattere preciso se:*

a) si riferisce ad un complesso di circostanze esistente o che si possa ragionevolmente prevedere che verrà ad esistenza o ad un evento verificatosi o che si possa ragionevolmente prevedere che si verificherà; b) è sufficientemente specifica da consentire di trarre conclusioni sul possibile effetto del complesso di circostanze o dell'evento di cui alla lettera a) sui prezzi degli strumenti finanziari». Com'è dato desumere dalla norma, non è necessario che l'evento oggetto dell'informazione privilegiata si sia già verificato, «*non potendosi escludere, nella valutazione del legislatore comunitario e nazionale, che il mercato finanziario reagisca*

 25

anche dinanzi alla diffusione di conoscenze proiettate verso un successivo ma ancora incerto evento» (così la sentenza impugnata, pag. 31). Come opportunamente precisato dalla sentenza appellata, peraltro, il menzionato art. 181, comma 2, del TUF «non richiede perché la informazione sia precisa la certezza di manifestazione di un evento, ma la probabilità (per vero neppure elevata) di realizzazione dello stesso. Affinché una informazione sia ritenuta precisa non è richiesta la esistenza ma anche la sola ragionevole probabilità del venire in essere dell'evento cui la informazione si riferisce» (pag. 31 sent.).

La correttezza di tale affermazione è confermata -oltre che dalla giurisprudenza nazionale- anche dalla Corte di Giustizia dell'Unione europea nella sentenza del 28 giugno 2012, causa C-19/1 1, Markus Geltl c. Daimler AG, relativa alla disciplina dell'insider trading contenuta nelle direttive 2003/6 e 2003/124, richiamata anche dalla sentenza impugnata. In particolare, la Corte di Giustizia ha sottolineato che: « 45) Al fine di determinare se sia ragionevole ritenere che un complesso di circostanze verrà ad esistere o che un evento si verificherà, occorre procedere caso per caso ad una valutazione globale degli elementi già disponibili. 46) Di conseguenza, l'articolo 1, paragrafo 1, della direttiva 2003/124, impiegando l'espressione 'si possa ragionevolmente ritenere', non può essere interpretato nel senso che esige la dimostrazione di un'elevata probabilità delle circostanze o degli eventi in questione. 47) Restringere il campo di applicazione degli articoli 1, punto 1, della direttiva 2003/6 e 1, paragrafo 1, della direttiva 2003/124, per quanto riguarda le circostanze e gli eventi futuri, ad un tale grado di probabilità pregiudicherebbe gli obiettivi ricordati al punto 33 della presente sentenza, vale a dire assicurare l'integrità dei mercati finanziari dell'Unione e accrescere la fiducia degli investitori in tali mercati. Infatti, in un caso del genere, i detentori di informazioni privilegiate potrebbero trarre un indebito profitto da talune informazioni giudicate, a seguito di una siffatta interpretazione restrittiva, non aventi un carattere preciso, a scapito di terzi che non ne sono a conoscenza. 48) Tuttavia, al fine di garantire la certezza del diritto per i partecipanti al mercato, evocata al considerando 3 della direttiva 2003/124, tra i quali figurano gli emittenti, non si può ritenere che abbiano un carattere preciso le informazioni attinenti a circostanze e ad eventi il cui sopravvenire non è verosimile. Infatti, in caso contrario, gli emittenti potrebbero ritenere di essere tenuti a divulgare informazioni prive di carattere concreto o non idonee ad incidere sul prezzo dei loro strumenti finanziari. 49) Ne discende che, impiegando l'espressione «si possa ragionevolmente ritenere», l'articolo 1, paragrafo 1, della direttiva 2003/124 riguarda le circostanze e gli eventi futuri di cui appare, sulla base di una valutazione globale degli elementi già disponibili, che vi sia una concreta prospettiva che essi verranno ad esistere o che si verificheranno.».



In linea con quanto statuito dalla Corte di Giustizia, il 14° Considerando del Regolamento UE n. 596/14 del 16 aprile 2014 in tema di abusi di mercato, prevede che *«Un investitore ragionevole basa le proprie decisioni di investimento sulle informazioni già in suo possesso, vale a dire su informazioni disponibili precedentemente. Pertanto, per rispondere alla domanda se al momento di prendere una decisione di investimento un investitore ragionevole terrà verosimilmente conto di una determinata informazione, occorre basarsi sulle informazioni precedentemente disponibili. Nell'effettuare una tale analisi, occorre considerare l'impatto previsto dell'informazione alla luce dell'attività complessiva dell'emittente in questione, l'attendibilità della fonte di informazione, nonché ogni altra variabile di mercato che, nelle circostanze date, possa influire sugli strumenti finanziari, sui contratti a pronti su merci collegati o i prodotti oggetto d'asta sulla base delle quote di emissioni»*.

Orbene, nel caso presente – contrariamente all'opinione degli appellanti - appare che il Tribunale si sia attenuto ai principi di diritto sopra enunciati, ed abbia correttamente ritenuto sussistente il requisito della precisione dell'informazione concernente la futura promozione un'OPA totalitaria finalizzata alla revoca dalla quotazione delle azioni Cremonini. Il ragionamento condotto dai primi giudici infatti si basa sugli elementi oggettivi disponibili al momento degli acquisti contestati, ed ha concluso che *«all'atto del rastrellamento operato mediante la Cremofin vi era una ragionevole ed obiettiva probabilità di realizzazione del progetto di OPA finalizzata al delisting delle azioni della Cremonini S.p.A.»* (pag. 34 sent.).

E' cruciale infatti considerare che nel 2007 il *delisting* delle azioni della Cremonini S.p.A. era stato, a più riprese, proposto alla proprietà dai principali consulenti finanziari italiani ed esteri perche rispondeva a precisi criteri di razionalità imprenditoriale, consentendo di ovviare al *c.d. holding discount*, che condizionava negativamente e permanentemente il corso del titolo (fenomeno così definito, per cui *la valutazione di mercato della holding è sistematicamente inferiore al valore attribuibile alle attività da esse possedute*). Al riguardo tuttavia, tale semplice *dato di insieme* non appare di per sé indicativo di un proposito apprezzabile e sufficientemente concreto, come la paradossale e provocatoria tesi precisata in sede di discussione da alcuni difensori ha prospettato (sicché – trattandosi di dato non riservato, riportato a livello di pronostico da riviste e bollettini specializzati – nemmeno si porrebbe una questione di possesso di informazione privilegiata, dato che essa era già di dominio pubblico).

Il progetto di OPA, peraltro, al gennaio 2008, non era un mero proposito operativo, non esplicitato e basato su decisioni del foro interno, in quanto era stato accuratamente studiato da organi interni di Cremonini, compiutamente elaborato dagli imputati ed aveva



27

superato lo stadio di una mera ideazione.

Risulta incontrovertibilmente infatti che fra il mese di agosto ed il mese di settembre 2007, infatti, il gruppo di lavoro interno a Cremonini aveva svolto analisi approfondite in relazione agli aspetti societari e fiscali dell'OPA, nonché considerazioni sulle dimensioni dei finanziamenti necessari.

E' pure incontestato che a metà del mese di ottobre 2007 siano iniziate trattative che hanno condotto il Gruppo Cremonini ed il Gruppo brasiliano JBS, il più grande produttore di carni bovine al mondo, a stipulare -il 6 dicembre 2007- un contratto preliminare vincolante per un'alleanza strategica. Tuttavia, come riconosciuto anche dai consulenti di parte degli imputati: *«anche in seguito a questo accordo strategico di gran rilievo, che aveva portato ad una riduzione dell'indebitamento consolidato di circa trecento milioni di euro (pag. 12 della deposizione di Giovanni Portioli - ud. del 29.5.2015) e che avrebbe prodotto significative sinergie commerciali e produttive, le quotazioni delle azioni Cremonini S.p.A. non avevano registrato percepibili miglioramenti perché il titolo non aveva reagito positivamente»*

E' del tutto adeguato ritenere quindi che proprio tale elemento ha verosimilmente ingenerato nei Cremonini la convinzione del carattere non ulteriormente procrastinabile del *delisting* in ragione della successiva accelerazione impressa alla esecuzione di tale progetto, e quindi la decisione degli odierni imputati di lanciare l'OPA finalizzata alla revoca delle quotazioni, come appare dimostrato anche dalla *condotta dei Cremonini*, i quali, in attuazione della menzionata decisione di promuovere l'Opa, già dalla *metà di gennaio, stavano negoziando contemporaneamente con diversi partner bancari le condizioni finanziarie più favorevoli per realizzare l'operazione*» (pag. 35 sent.).

In particolare, in data 14 gennaio 2008 si è tenuta una riunione a Castelvetro di Modena tra Vincenzo Cremonini ed esponenti di BNP Paribas avente ad oggetto la *«definizione di un'offerta che includesse sia la consulenza per il delisting di Cremonini S.p.A. sia il finanziamento dell'operazione»* (in tali termini la Relazione Consob, pag. 13, non smentita sul punto dagli appellanti).

In tale data è plausibile ritenere che i vertici del Gruppo avessero assunto la decisione di lanciare l'Opa a seguito della verifica della mancata variazione al rialzo delle quotazioni del titolo Cremonini anche successivamente all'annuncio dell'accordo di *joint venture* stipulato con JBS.

Giustamente il primo giudice reputa *«estremamente rilevante»*, ai fini della dell'accertamento della sussistenza del requisito della "precisione" dell'informazione relativa al lancio dell'Opa, l'intrecciarsi nel medesimo ambito temporale delle trattative finalizzate al reperimento dei finanziatori dell'OPA totalitaria e del rastrellamento



"aggressivo" delle azioni della Cremonini S.p.A. Al riguardo, la richiesta da parte di Cremofin a BPM di *un finanziamento finalizzato all'acquisto di azioni Cremonini* per l'importo di 21,5 milioni di euro era, peraltro, stata avanzata nella seconda metà del mese di dicembre 2007, in concomitanza con la fissazione della data dell'incontro con BNP Paribas in cui era prevista la discussione del tema della promozione di un 'OPA sulle azioni Cremonini - cioè in un unico contesto decisionale di effettiva 'svolta' rispetto alle più blande intenzioni maturate fino a quel momento.

Secondo gli argomenti degli appellanti, ai fini della verifica della sussistenza del requisito della "precisione" dell'informazione relativa all'Opa, «*la base oggettiva della prognosi postuma*» non potrebbe essere individuata nella pendenza della trattativa con le banche per il finanziamento «*considerata come una monade indivisibile e autosufficiente*», atteso che «*la possibilità di avveramento dell'evento finale*», ossia la concessione del finanziamento funzionale al lancio dell'Opa in questione «*non dipende unilateralmente dalla volontà della persona che pone in essere gli acquisti, ma dall'incontro negoziate di due (o meglio plurime) volontà che nel libero mercato sono contrapposte: quella dell'imprenditore e quella di uno o più finanziatori (...)*» (pag. 38 degli atti di appello).

Nonostante ciò, secondo gli appellanti invece, la sentenza impugnata, «*non fa che identificare il momento iniziale (...) e il momento finale del periodo assoggettabile a prognosi postuma*», omettendo l'analisi dei singoli momenti delle trattative con le Banche», senza ricercare nell'ambito del processo decisionale prolungato relativo alla concessione del finanziamento, «*il sub-evento intermedio in ipotesi già esistente nel periodo degli acquisti contestati - l'accadimento specifico dal quale desumere o in base al quale negare ex ante la manifestazione di una prevedibilità concreta di finanziamento*» (pag. 38 degli atti di appello, ma sottolineatura ad iniziativa dell'est.).

Con tale tesi non può convenirsi.


In primo luogo perché la Corte di Giustizia nella menzionata sentenza del 28 giugno 2012, (Markus Gehl c. Daimler AG) — la cui motivazione è richiamata dal Tribunale anche con riferimento alla questione in esame — ha affermato che:

«*in una fattispecie a formazione progressiva diretta a realizzare una determinata circostanza o a produrre un certo evento possono costituire informazioni aventi un carattere preciso ai sensi di tali disposizioni non solo la detta circostanza o il detto evento, bensì anche le fasi intermedie di tale fattispecie collegate al verificarsi di questi ultimi*»;
«*tale constatazione è suffragata dall'articolo 3, paragrafo I, della direttiva 2003/124, che menziona, tra gli esempi di informazioni privilegiate la cui divulgazione al pubblico può essere ritardata conformemente all'articolo 6, paragrafo 2, della direttiva 2003/6, talune*

 29

situazioni che rappresentano casi tipici di fasi intermedie di fattispecie a formazione progressiva, vale a dire le negoziazioni in corso nonchè le decisioni adottate o i contratti conclusi dall'organo direttivo di un emittente, la cui efficacia sia subordinata all'approvazione di un altro organo dell'emittente»; - «Un'interpretazione delle espressioni «complesso di circostanze» e «evento» che non considerasse le fasi intermedie di una fattispecie a formazione progressiva rischierebbe di pregiudicare gli obiettivi ricordati ai due punti precedenti della presente sentenza. Infatti, escludere che un'informazione relativa a una siffatta fase di una fattispecie a formazione progressiva possa essere considerata un'informazione avente un carattere preciso, ai sensi dell'articolo 1, punto 1, della direttiva 2003/6, vanificherebbe l'obbligo, previsto all'articolo 6, paragrafo 1, primo comma, di quest'ultima di rendere pubblica tale informazione, anche qualora essa abbia un carattere del tutto specifico e pur in presenza anche degli altri elementi costitutivi di un'informazione privilegiata riportati al punto 25 della presente sentenza». «In una situazione del genere, taluni detentori di tale informazione potrebbero trovarsi in una posizione avvantaggiata rispetto agli altri investitori e potrebbero trarne profitto a scapito di coloro che la ignorano (v., in tal senso, sentenza Spector Photo Group e Van Raemdonck, cit., punto 48)». Tale impostazione è peraltro coerente con le linee guida formulate a livello europeo, contenute nel documento del Committee of European Securities Regulators (CESR) del luglio 2007 denominato "Market Abuse Directive. Level 3 - Second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market". In particolare, il CESR ha affermato il principio che «se un'informazione riguarda un processo che si articola in più stadi, ogni stadio del processo - così come il processo nel suo complesso - può costituire informazione di carattere preciso. Un esempio può essere costituito dall'OPA». Il medesimo documento ha ulteriormente chiarito, a titolo esemplificativo, che: «il fatto che un'offerta in preparazione non abbia poi luogo non significa che l'approccio alla società target non sia di per sé un'informazione precisa»; «similmente, un'informazione può essere considerata precisa anche se si riferisce ad aspetti o eventi che possono essere alternativi. Ad esempio, il fatto che una società stia progettando di promuovere un'OPA su una o l'altra tra due società può essere considerato come un'informazione precisa, anche se la società offerente non ha ancora definitivamente deciso quale delle due sarà target»; «l'approccio alla società target nell'ambito di un'offerta pubblica può considerarsi un'informazione precisa anche se non è stato ancora deciso il prezzo di offerta»

Tale soluzione interpretativa adottata dalla Corte di Giustizia in relazione alla valutazione del requisito della precisione dell'informazione nell'ambito dei processi decisionali



prolungati (fattispecie a formazione progressiva) è stata recepita, altresì, nella vigente normativa eurounitaria: in particolare il 16° Considerando del Regolamento n. 569 del 2014 prevede che:

«16) Se l'informazione privilegiata concerne un processo che si svolge in più fasi, ciascuna di queste fasi, come pure l'insieme del processo, può costituire un'informazione privilegiata. Una fase intermedia in un processo prolungato può essere costituita da una serie di circostanze o un evento esistente o che, in una prospettiva realistica fondata su una valutazione complessiva dei fattori esistenti al momento pertinente, esisterà o si verificherà. Tuttavia, questa nozione non dovrebbe essere interpretata nel senso che si debba prendere in considerazione l'entità dell'effetto di quella serie di circostanze o di quell'evento sui prezzi degli strumenti finanziari in questione. Una fase intermedia dovrebbe essere considerata un'informazione privilegiata se risponde ai criteri stabiliti nel presente regolamento riguardo alle informazioni privilegiate».

Da tali evidenze giurisprudenziali e normative emerge con chiarezza che la normativa e la giurisprudenza eurounitaria pacificamente prevedono che qualora l'informazione privilegiata abbia ad oggetto un evento futuro che costituisce l'esito di una fattispecie a formazione progressiva (ossia un processo decisionale prolungato), requisito della precisione può essere riferito anche ad una singola fase del procedimento.

Nel caso presente va precisato tuttavia che l'evento futuro oggetto dell'informazione privilegiata contestata agli imputati rispetto al quale valutare la ragionevole possibilità di verifica in base al giudizio di prognosi postuma su base oggettiva è l'evento-OPA e non l'evento-finanziamento dell'OPA.

Ne deriva che processo decisionale prolungato nell'ambito del quale individuare la sottofase intermedia al cui verificarsi è associata la sussistenza del requisito della precisione dell'informazione è l'intero procedimento di OPA e non certo — come nell'impostazione delle difese — il procedimento di finanziamento che ne costituisce una fase intermedia.

Ciò detto, il requisito della precisione può considerarsi soddisfatto già prima dell'avvio delle trattative per il finanziamento dell'OPA in questione o comunque in coincidenza dell'avvio delle medesime, e precisamente nel corso del mese di dicembre del 2007, periodo in cui i vertici del Gruppo Cremonini, all'esito di una approfondita istruttoria e dopo aver constatato che le quotazioni del titolo rimanevano basse anche successivamente all'annuncio dell'accordo strategico stipulato con JBS avvenuto il 6 dicembre 2007, hanno assunto la decisione di lanciare l'OPA finalizzata alla revoca delle quotazioni (contestualmente avviando su basi di definitiva determinazione le trattative con le banche per il finanziamento della medesima).

 31

In definitiva, il giudizio sulla precisione dell'informazione concernente la futura concessione del finanziamento dell'OPA, e la relativa prognosi postuma riferita a fasi intermedie del processo decisionale afferente al medesimo finanziamento risulta del tutto superfluo in casi, come quello in esame, in cui l'informazione relativa al lancio dell'OPA può essere considerata precisa già in fasi anteriori a quella della concessione del finanziamento in quanto, anche prima dell'avvio delle trattative per il finanziamento, o comunque in concomitanza dell'inizio delle medesime, può già affermarsi — sulla base del complesso degli elementi disponibili al momento della realizzazione della condotta tipica — che il verificarsi dell'evento lancio dell'OPA risulta *ragionevolmente prevedibile*.

Del resto, ritenere che l'informazione del progetto di OPA finalizzata al *delisting* abbia assunto carattere di precisione (e, pertanto, sia divenuta privilegiata ai sensi dell'art. 181 T. U.F.) solo in data 20.3.2008 per effetto dell'approvazione del finanziamento da parte del Comitato Crediti di Unicredit, infatti, significa determinare l'inizio delle inibizioni operative in coincidenza con la sostanziale certezza della notizia dell'esecuzione dell'OPA.

Tale ermeneusi, tuttavia, si pone in violazione del chiaro contenuto precettivo dell'art. 181 T.U.F., che ricomprende nell'ambito delle informazioni privilegiate anche gli accadimenti futuri (e, pertanto, ancora incerti), ma la cui verifica sia ragionevolmente prevedibile, e finisce per attribuire (violando la *ratio* della fattispecie incriminatrice) all'emittente un indebito potere discrezionale di delimitare l'ambito di rilevanza penale delle inibizioni operative. Così, va condivisa la considerazione dei primi giudici, secondo cui *"le valutazioni dei Cremonini in ordine alla onerosità del "pacchetto cauzionale" richiesto dai finanziatori, pur costituendo legittimo esercizio della loro autonomia negoziale, non possono condizionare la sussistenza del requisito della precisione della informazione, perchè esse si collocano sul crinale concettuale che separa la ragionevole prevedibilità di realizzazione dell'evento dalla sua sostanziale certezza (pur necessitante ancora di definitiva formalizzazione)"*.

Il giudice di primo grado conclude osservando giustamente che *«...La ragionevole prevedibilità di realizzazione dell'OPA era, infatti, stata già raggiunta,per effetto della compiuta elaborazione del suo progetto e per la pendenze di trattative (...)*» e che *«una volta raggiunta la soglia della ragionevole prevedibilità dell'evento oggetto dell'informazione l'obbligo di astensione opera obiettivamente»* (così, pag. 37 ss. Sent.).

Ma se anche si volesse concentrare l'attenzione sul solo processo decisionale relativo alla concessione dei finanziamenti, non vi è dubbio che l'erogazione del finanziamento in favore del Gruppo Cremonini connesso all'operazione di OPA finalizzata al *delisting* era fortemente probabile già al momento dell'avvio delle trattative con le banche per il reperimento dei finanziamenti (tra il dicembre 2007 ed il gennaio 2008), ossia prima degli acquisti



contestati (9 gennaio 2008 — 20 febbraio 2008), sicuramente non nel marzo 2008, in conseguenza della formale approvazione del finanziamento in questione da parte del Comitato Crediti di Unicredit.

Secondo gli appellanti il giudice di primo grado avrebbe, altresì, pretermesso il contributo fornito alla ricostruzione dei fatti dai propri testi a difesa, ed in particolare dal teste Bergami, il quale ha evidenziato la *«impossibilità - normale o procedurale. ma sostanziale - per i funzionari che studiarono l'operazione (e quindi per Unicredit stessa) di pronosticare, prima della seduta del Comitato di Credito del 20 marzo, l'esito della trattativa»*, e ciò, in particolare, in ragione della *«assoluta indisponibilità dei Cremonini a concedere garanzia reale su un pacchetto azionario superiore al 49%»* a fronte del finanziamento richiesto.

I rilievi non colgono nel segno; essi sono impropri sia in relazione all'approccio generale fin qui adottato, sia nel dettaglio che vorrebbero invece enfatizzare. Infatti, va evidenziato che benché *la proposta di finanziamento di BNP Paribas fosse stata rifiutata dai Cremonini in considerazione della richiesta della banca di sottoporre a pegno la maggioranza delle azioni a garanzia del finanziamento richiesto, «il reperimento dei finanziamenti per la promozione dell'OPA era molto probabile, se non ragionevolmente certo»* sin dal momento in cui il Gruppo Cremonini ha avviato i primi contatti con le banche sul tema del finanziamento dell'OPA (dicembre 2007 — gennaio 2008); e ciò innanzi tutto non soltanto in conseguenza del *miglioramento della struttura finanziaria del Gruppo Cremonini dopo la joint venture con il gruppo JBS conclusa nella prima parte del mese di dicembre 2007*, ma soprattutto perchè i Cremonini nei rapporti con un'ampia rosa di banche italiane erano in condizione di esercitare le proprie prerogative, legate alla rilevante posizione occupata sul mercato italiano ed alle significative proporzioni del gruppo; allo stesso modo le banche erano fortemente interessate a concedere, per le commissioni dovute ed anche per le prospettive future di ulteriori contratti, il finanziamento ai Cremonini.

In definitiva, sin dai primi contatti con le banche i Cremonini erano nelle condizioni di valutare, tra le varie operazioni prospettate, quale dei finanziamenti proposti fosse più vantaggioso per la società, senza che possa avere decisivo rilievo il fatto che il finanziamento sia stato poi formalizzato solo nel marzo del 2008.

In tema, è assai indicativo il testo di una e-mail del 14 febbraio 2009 inoltrata da Davide Mereghetti (HVB MIB Unicredit Group) a Piergiorgio Peluso (Unicredit) ed a Cesare Buzzi (HVB MIB Unicredit Group) nella quale il primo afferma, fra l'altro, quanto segue: *«Ho parlato ora con Vincenzo C. Deal praticamente già chiuso. 250 dalla vendita + 150 da un pool di banche e poi ecm. Gli ho chiesto di farci stare e mi ha promesso un posto al pari delle altre, punto in particolare all'ecm»*. Da tale e-mail risulta chiaramente che è significativamente Vincenzo



33

Cremonini a scegliere i propri finanziatori e non già il contrario.

Quanto all'argomento relativo all'indisponibilità del Gruppo Cremonini a concedere in pegno, a garanzia del finanziamento richiesto, il pacchetto di maggioranza delle azioni Cremonini, va notato che tale *specifico* elemento, enfatizzato dalle difese, non appare del tutto determinante, alla luce del fatto che *-come peraltro è avvenuto-* il "pacchetto cauzionale" poteva essere modulato in modo tale da consentire, al contempo, di garantire adeguatamente le banche finanziatrici, anche mediante garanzie costituite sulle società controllate, e di non scalfire il controllo dei Cremonini sul gruppo.

La circostanza che «le garanzie fossero molto articolate e non si riducessero al pegno sulle azioni della controllante» si desume chiaramente dalla disamina della relazione di accompagnamento della delibera di finanziamento da parte di Banca Popolare di Milano, il cui contenuto, nei passaggi più significativi, è testualmente riportato nella motivazione della sentenza (pag. 39 sent.). In particolare, nel documento si legge, anzitutto, che «la capacità di rimborso del finanziamento è legata essenzialmente ai seguenti fattori: 1) i dividendi che Cremonini incasserà dalle partecipate, principalmente Marr (quotata), Inalca (detenuta al 50% dopo il recente accordo di joint venture con il gruppo JBS), le società del settore ristorazione; 2) i flussi legati a: i) l'incasso dell'earn out sulla vendita del 50 di Inalca a JBS (65 Mln.) al raggiungimento di determinati obiettivi economici nel triennio 2008-2010 e ii) l'esercizio della Put Option della cessione del residuo 50% di Inalca (> 150 Mln.), previsto tra il 2012 ed il 2018; 3) gli eventuali flussi legati alla societizzazione del ramo Ristorazione oggi in Cremonini s.p.a. ed eventuale quotazione e/o cessione a terzi dello stesso». Rispetto alle garanzie, in alternativa al pegno sulla quota maggioritaria, il contratto di finanziamento prevede che in caso di inadempimento con riferimento ai vincoli finanziari ovvero alla interruzione dell'attività di una delle divisioni operative, le banche finanziatrici possano richiedere l'esercizio della Put Option di cui sopra ovvero la cessione di azioni Marr eccedenti il 51% (oggi Cremonini detiene il 57,4% di Marr che dovrà essere depositato presso intermediario di fiducia delle banche)».

Vi sono poi -fra gli argomenti difensivi svolti in appello- considerazioni varie in merito alla oggettiva ragionevolezza dell'operazione di acquisto di titoli legate all'aspettativa di apprezzamento di essi dopo la joint venture con JBS, che sono simultaneamente compatibili con un quadro psicologico in cui l'imprenditore stimi inverosimile o comunque remota la conclusione positiva delle trattative per l'Opa. Secondo la tesi difensiva, le stesse caratteristiche quantitative e cronologiche del finanziamento richiesto per effettuare gli acquisti di azioni - del tutto eccentriche rispetto ad un progetto di Opa verosimile e



dotato di apprezzabile certezza –, rifletterebero i possibili (assai limitati) benefici degli acquisti in discorso, raffrontati ai cospicui rischi di essi.

A tali considerazioni può solo replicarsi che può avere solo *limitata rilevanza* – nel quadro fin qui tratteggiato – una valutazione di apparente ragionevolezza degli acquisti al di fuori della logica della conclusione dell’Opa finalizzata al *delisting*, ed in generale che quei fenomeni che si prestino anche ad una giustificazione alternativa (e che tuttavia non risolvano la loro plausibilità *solo* in tale scenario) non sono idonei ad ingenerare un *ragionevole dubbio* circa la fondatezza dell’ipotesi di responsabilità. Va osservato solo che – come appare dalle eloquenti tabelle inserite nella sentenza di primo grado (pg. 20 e 21) – gli acquisti sono aggressivi, effettuati incidendo con una considerevolissima quota sugli scambi giornalieri (da un minimo del 18,75% ad un massimo del 53,33% del totale), ma soprattutto *sono iniziati in fretta (quando Cremofin nemmeno ancora disponeva di un conto titoli presso Banca Akros, tanto che ha fatto acquistare dalla banca 362.170 azioni che ha poi rilevato fuori mercato appena allestito il proprio conto titoli)*, e sono stati abbandonati con altrettanta fretta, quando si avvicinava inesorabile la fine del percorso di allestimento del finanziamento dell’Opa. Sono stati poi effettuati pressochè quotidianamente fra il 9 gennaio e il 29 gennaio – con una pausa (non giustificata) fino al 13 febbraio – e quindi ancora quotidianamente fra il 13 febbraio e il 20 febbraio. Un tale ritmo non appare persuasivo rispetto alla giustificazione *apparentemente razionale* dell’atteso apprezzamento del titolo, sia perché tale apprezzamento non si era verificato sul mercato prima dell’iniziativa dei Cremonini, sia perché esso non si è verificato nemmeno in procedere di tempo, posto tutti gli acquisti sono stati effettuati ad un prezzo medio ponderato di 2,27 per azione, a prezzi di singole tornate di acquisto di poco oscillanti intorno a quel valore. Sia perché – infine – *in assoluto* appare poco razionale (*anche* nella prospettiva sostenuta dagli imputati) l’entità del finanziamento richiesto e la sua scadenza cronologica, a fronte di una caratteristica intrinseca del mercato in cui si andava ad operare (*e su cui si intrattengono ripetutamente gli operatori della banca con i manager di Cremofin nelle conversazioni registrate*), vale a dire il limitato volume di azioni disponibili sul mercato rispetto alle disponibilità di acquisto, elemento che doveva essere ben noto ad operatori esperti quali quelli che hanno agito, e che rende del tutto (ed in assoluto) poco razionale la previsione di impiego di un capitale di oltre 21 milioni di euro, infatti in concreto impiegato per non più di un quinto.

4.6. Col quarto motivo, variamente articolato dagli appellanti, è dedotta in generale l’illogicità del trattamento sanzionatorio, applicato in misura più gravosa di quanto richiesto dal PM in udienza, e comunque disancorato dagli effettivi risultati dell’analisi dei parametri

 35

ex art. 133 cp, quanto a capacità a delinquere ed entità del profitto lucrato. Privo -senza giustificazione- dell'elemento moderatore delle attenuanti generiche (e per l'imputato Aratri Illias e Vincenzo Cremonini anche di quella di cui all'art. 114 cp.).

Le pene accessorie erano poi state applicate in maniera errata per eccesso, oltre i limiti edittali stabiliti.

Il motivo è parzialmente fondato, nei termini più oltre precisati.

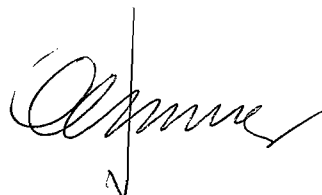
In una sua prima parte, esso va disatteso: salvo per le pene accessorie – di cui si dirà – il trattamento sanzionatorio va calibrato – oltre che in sé, quale coerente riflesso dell'insieme delle emergenze processuali – anche in rapporto con le statuizioni amministrative che già hanno attinto gli imputati (*vedi infra*). Per il resto ed in generale va qui ribadito che non spettano le circostanze attenuanti richieste. Quanto alle attenuanti generiche, non sono state adottate circostanze particolari e concrete che impongano di mitigare in assoluto la risposta sanzionatoria: l'incensuratezza da sola non è elemento determinante, mentre i dati allegati dagli appellanti riguardo alla capacità a delinquere e all'entità del profitto lucrato operano se mai sul piano della determinazione della pena.

Al riguardo va 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. 2285 del 2005, Rv. 230691; n. 34364 del 2010, Rv. 248244). Non spetta a taluni degli imputati nemmeno la attenuante di cui all'art. 114 cp, attesa la determinazione unitaria sul piano decisionale e la decisiva disponibilità anche dell'Aratri di veicolare l'impresa degli acquisti di titoli.

La seconda parte della disamina del motivo presente prosegue con la valutazione del complesso di sanzioni e con modifica di quelle accessorie.

Nel quadro del "giudizio di proporzionalità" che si impone in questa sede, vanno effettuate le seguenti considerazioni, che condurranno alla conclusione per cui è 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.

Il trattamento sanzionatorio riservato agli imputati in sede penale è stato il seguente: Cremonini Luigi e Cremonini Vincenzo sono stati condannati alla pena di **anni 3 di reclusione ed euro 150.000 di multa**, Aratri Illias alla pena di **anni 2 di reclusione ed euro 50.000 di multa**, con pena sospesa per quest'ultimo.



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 anni 3 quanto ai Cremonini e per la durata di anni 2 per Aratri, oltre alla pubblicazione della sentenza su quotidiani. Sul tema del trattamento sanzionatorio in concreto applicato e di quello applicabile in base alle norme in vigore all'epoca dei fatti va ricordato 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 20mila a tre milioni di Euro di multa. Di tale cornice sanzionatoria si è tenuto conto nelle sentenze di merito, in ragione dell'epoca del commesso reato.

Sono state tuttavia applicate pene accessorie esorbitanti dalla cornice legittima, non intaccata dalla sopra cennata innovazione legislativa.

Per questo motivo la pena dell'interdizione dai pubblici uffici e dagli uffici direttivi delle persone giuridiche, nonché dell'incapacità a contrattare con la Pubblica Amministrazione va ricondotta al *range* in concreto fissato dalla norma (non meno di sei mesi e non più di due anni), rinnovando la proporzione fra i due Cremonini e il terzo imputato con lo statuire per Cremonini Vincenzo e Cremonini Luigi una durata di anni due e per Aratri Illias una durata di anni uno.

Le sanzioni amministrative inflitte da Consob sono state determinate nei seguenti termini: Euro 600 mila per Luigi e Vincenzo Cremonini ed euro 100.000 per Aratri Illias.


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 mesi 4 ciascuno per Luigi e Vincenzo Cremonini e di mesi due per Aratri Illias.

Va qui ricordato che il quadro sanzionatorio di riferimento è delimitato dagli artt. 187 ter e 187 quater in un limite minimo di Euro 20 mila 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 disposta nemmeno da Consob la confisca ex art. 187 sexies Tuf del prodotto o del profitto del reato, né dei beni usati per commetterlo.

Deve, quindi, constatarsi che le sanzioni penali inflitte agli imputati si sono attestate in una misura pari al minimo edittale per Aratri per quanto riguarda la pena detentiva della reclusione, ed in una misura non significativamente superiore al minimo per i due Cremonini, con uno scostamento che si giustifica pienamente con il loro ruolo ed il loro peso decisionale all'interno della vicenda esaminata.

La multa è stata commisurata in termini di poco superiore al minimo edittale per l'Aratri



37

ed in una misura superiore – seppur lontanissima dai massimi edittali – per i Cremonini, ancora in considerazione delle variabili di cui si è detto.

Le pene accessorie interdittive ex art. 186 Tuf sono state in questa sede ridimensionate, su valori che ancora riflettono il rispettivo ruolo nell'azione delittuosa.

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.

Va infine ribadito 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, andranno esatte solo nella misura eccedente la sanzione amministrativa già riscossa, la quale tuttavia già assorbe l'intero sacrificio esigibile dagli imputati: infatti essendo state fissate le multe a carico degli imputati in misura inferiore alle sanzioni ex art. 187 quater, 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. 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 in considerazione della loro importanza sul mercato, delle quantità di titoli trattati, e dei valori economici connessi, rispetto al complessivo disvalore della quale, la sola sanzione penale inflitta - stabilita in sostanza in valori assai prossimi al 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.

4.7. Col quinto motivo, comune agli appellanti, è stata sindacata la pronuncia relativa alle statuizioni civili. Per il caso che esse non fossero travolte da pronunce assolutorie, se ne è chiesta la riduzione, atteso che per la loro determinazione non era stato tenuto conto del limitatissimo profitto conseguito, fra l'altro dalla società e non già dagli imputati personalmente.

Il motivo è inaccoglibile. Va osservato intanto che il vantaggio effettivo conseguito all'azione delittuosa sarebbe, sulla base delle valutazioni effettuate dagli esperti di



Consob, addirittura pari ad euro 1.375.959 (differenza fra il prezzo di acquisto e la valorizzazione che le azioni hanno avuto secondo il prezzo fissato ai fini dell'Opa. Seppure di fatto la cessione che il Gruppo ha effettuato di tali titoli è stata fatta (in favore di Cremonini Investimenti – la società deputata a porre il essere l'Opa) con riferimento ad un prezzo 'definito internamente al gruppo', tale per cui *l'utile contabile* corrisponde ad euro 138.000, resta il fatto che il disvalore del fatto è percepibile, e che senza gli acquisti in discorso le azioni già incamerate avrebbero dovuto essere acquistate sul mercato al prezzo stabilito nell'Opa, con un pregiudizio per il Gruppo di circa dieci volte il valore *strettamente contabile* attribuito fra l'altro arbitrariamente nell'ambito del Gruppo stesso. Tali valutazioni giustificano in pieno la quantificazione del danno effettuata in primo grado, che quindi viene in questa sede confermata.

4.8. Ad esito della presente fase processuale, e considerato il suo risultato, gli appellanti debbono rispondere delle spese di proseguita rappresentanza e difesa nel grado, sostenute dalla Parte Civile Consob. Esse trovano liquidazione nel dispositivo.

P.Q.M.

Visto l'art. 605 c.p.p.;

in parziale riforma della sentenza emessa dal Tribunale di Milano in data 12/11/2015, appellata da CREMONINI Luigi, CREMONINI Vincenzo e ARATRI Illias,

r i d e t e r m i n a

la durata delle pene accessorie dell'interdizione dai PPUU, dell'interdizione dagli uffici direttivi delle persone giuridiche e delle imprese, e dell'incapacità a contrattare con la pubblica amministrazione nei confronti degli imputati CREMONINI Luigi e CREMONINI Vincenzo in anni due, e nei confronti di ARATRI Illias in anni uno.

C o n f e r m a

nel resto la sentenza appellata.

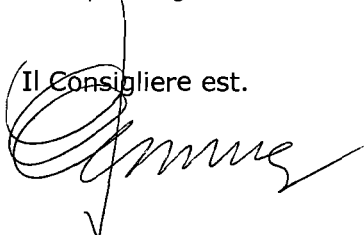
C o n d a n n a

tutti gli imputati in solido a rifondere alla parte Civile Consob le spese di proseguita rappresentanza e difesa nel grado, spese che liquida in totali euro 3.200,00, oltre alle spese generali.

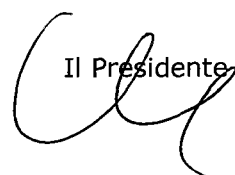
Indica in gg. 90 il termine per il deposito della motivazione.

Milano, li 15 gennaio 2019.

Il Consigliere est.



Il Presidente





CORTE D'APPELLO DI MILANO
SECONDA SEZIONE PENALE

Prenotato a debito N.....1188./2019.Mod2/A/SG,
ai sensi dell'art.12,2° comma D.P.R. 115/2002,
contributo unificato pari Euro 1138.50
nei confronti Degli imputati CREMONINI LUIGI E CREMONINI
VINCENZO –ARATRI ILLIAS
condannati al risarcimento del danno alla parte civile CONSOB
Milano, 15.04. 2019

IL FUNZIONARIO GIUDIZIARIO
Dott.ssa Celeste Praderi

