



Civile Sent. Sez. 2 Num. 24310 Anno 2017

Presidente: PETITTI STEFANO

Relatore: COSENTINO ANTONELLO

Data pubblicazione: 16/10/2017

SENTENZA

sul ricorso 11060-2014 proposto da:

CREMOFIN SRL, ARATRI ILLIAS RTRLLS45A10I903R, CREMONINI
VINCENZO CRMVCN64H18F257L, CREMONINI LUIGI
CRMLGU39D28I473F, elettivamente domiciliati in ROMA,
VIA DI SAN VALENTINO 21, presso lo studio dell'avvocato
FRANCESCO CARBONETTI, che li rappresenta e difende
unitamente all'avvocato FABRIZIO CARBONETTI;

2017

1077

- **ricorrenti** -

contro

COMMISSIONE NAZIONALE PER LA SOCIETA' E LA BORSA,
elettivamente domiciliato in ROMA, VIA G.B.MARTINI 3,
presso lo studio dell'avvocato FABIO BIAGIANTI, che lo



rappresenta e difende unitamente agli avvocati
SALVATORE PROVIDENTI, MARIA LETIZIA ERMETES, ANTONELLA
VALENTE;

- **controricorrente** -

avverso la sentenza n. 1804/2013 della CORTE D'APPELLO
di BOLOGNA, depositata il 29/10/2013;

udita la relazione della causa svolta nella pubblica
udienza del 13/04/2017 dal Consigliere Dott. ANTONELLO
COSENTINO;

udito il P.M. in persona del Sostituto Procuratore
Generale Dott. FRANCESCO MAURO IACOVIELLO che ha
concluso per il rigetto del ricorso;

udito l'Avvocato CARBONETTI Fabrizio difensore dei
ricorrenti che ha chiesto l'accoglimento del ricorso;

uditi gli Avvocati VALENTE Antonella e DINI Michela,
difensori della resistente che hanno chiesto il rigetto
del ricorso.

FATTI DI CAUSA

La società Cremofin s.r.l. e i signori Luigi Cremonini, Vincenzo Cremonini e Ilias Aratri ricorrono contro la CONSOB per la cassazione della sentenza con cui la Corte di appello di Bologna ha rigettato la loro opposizione ex art. 187 septies D.Lgs. 58/98 (in prosieguo: T.U.F.) avverso la delibera CONSOB n. 17777 del 15.5.11.

In detta delibera - premesso che il gruppo di controllo della società quotata in borsa Cremonini s.p.a. aveva deciso di cancellare quest'ultima dal listino di borsa (c.d. *delisting*) e che a tal fine, in data 31 marzo 2008, il signor Luigi Cremonini, la Cremofin s.r.l. e la Ci-erre Lux s.a. avevano comunicato al mercato la decisione di promuovere un'offerta pubblica di acquisto totalitaria e volontaria (OPA) - la CONSOB accertava che circa due mesi prima dell'annuncio di detta OPA (e, precisamente, nell'arco di tempo tra il 9 gennaio ed il 20 febbraio 2008) Cremofin s.r.l. aveva acquistato - tramite il suo amministratore unico Ilias Aratri e in attuazione di una decisione di Luigi Cremonini (presidente e azionista di controllo di Cremonini s.p.a.) e Vincenzo Cremonini (figlio di Luigi e amministratore delegato di Cremonini s.p.a.) - n. 1.875.350 azioni Cremonini spa, per un controvalore di € 4.950.090. Sulla scorta di tali risultanze di fatto la CONSOB riteneva i sigg. Luigi Cremonini, Vincenzo Cremonini e Ilias Aratri responsabili, in concorso tra loro, dell'illecito di cui all'articolo 187 bis, comma 1, lett. a), T.U.F., per avere effettuato acquisti di azioni della società Cremonini s.p.a. utilizzando l'informazione privilegiata del lancio dell'OPA prima che la stessa venisse resa nota al mercato; conseguentemente la CONSOB applicava a Vincenzo e Luigi Cremonini la sanzione pecuniaria di € 600.000, ad Ilias Aratri, in solido con Cremofin s.r.l., la sanzione pecuniaria di € 100.000, a tutte e tre le suddette persone fisiche la sanzione interdittiva accessoria di cui all'articolo 187 quater, primo comma T.U.F. ed alla società Cremofin s.r.l. la sanzione pecuniaria di cui all'articolo 187 quinquies T.U.F..

Il ricorso si articola su sei motivi.

La CONSOB ha depositato controricorso.

1


La causa è stata discussa alla pubblica udienza del 13.4.17, per la quale tanto i ricorrenti quanto la controricorrente hanno depositato memorie illustrative e nella quale il Procuratore Generale ha concluso come in epigrafe.

RAGIONI DELLA DECISIONE

1. Con il primo mezzo di ricorso si denuncia la violazione e falsa applicazione degli articoli 187 septies T.U.F. e 24 l. 262/05 derivante dal mancato rispetto, nell'ambito del procedimento sanzionatorio svoltosi davanti alla CONSOB, dei principi del contraddittorio, della conoscenza degli atti istruttori e dalla distinzione tra funzioni istruttorie e decisorie; nonché dal mancato rispetto, nell'ambito della fase giurisdizionale di impugnazione del provvedimento sanzionatorio, svoltasi davanti alla corte d'appello, della garanzia della pubblicità dell'udienza.

Al riguardo è opportuno, in primo luogo, ribadire il principio, elaborato da questa Corte proprio con riferimento al procedimento amministrativo previsto dall'articolo 187 septies del d.lgs. n. 58 del 1998, secondo cui - in tema di sanzioni che, pur qualificate come amministrative, abbiano natura sostanzialmente penale - la garanzia del giusto processo ex art. 6 CEDU può essere realizzata, alternativamente, o nella fase amministrativa (nel qual caso, una successiva fase giurisdizionale non sarebbe necessaria) o mediante l'assoggettamento del provvedimento sanzionatorio (adottato in assenza di tali garanzie) ad un sindacato giurisdizionale pieno, di natura tendenzialmente sostitutiva ed attuato attraverso un procedimento conforme alle richiamate prescrizioni della Convenzione; procedimento che, è stato puntualizzato, non ha l'effetto di sanare alcuna illegittimità originaria della fase amministrativa, in quanto la stessa, sebbene non connotata dalle garanzie di cui al citato articolo 6, è comunque rispettosa delle relative prescrizioni, per essere destinata a concludersi con un provvedimento suscettibile di controllo giurisdizionale (Cass. n. 8210/16, Cass. n. 770/17).

Tanto premesso il Collegio rileva che dai verbali allegati al ricorso per cassazione come doc. 7) emerge che i ricorrenti comparirono, per il tramite dei loro difensori, davanti alla corte d'appello di Bologna; in quella sede, quindi, essi avrebbero potuto dedurre non soltanto l'illegittimità, per contrasto con il disposto dell'articolo 6 CEDU, della fase amministrativa del procedimento sanzionatorio, svoltasi davanti alla CONSOB, ma anche l'illegittimità, sempre per contrasto con il disposto dell'articolo 6 CEDU (sotto il profilo della mancanza di pubblicità dell'udienza) della fase giurisdizionale del medesimo procedimento, ancora in corso di svolgimento. Le relative questioni - non proposte, ancorché proponibili, in sede di merito - vanno dunque giudicate inammissibili in questa sede, per essere state dedotte per la prima volta con il ricorso per cassazione.

Può peraltro aggiungersi, solo per completezza, che il motivo in esame, oltre che inammissibile, risulta anche infondato. Le dedotte difformità del procedimento sanzionatorio CONSOB dal paradigma del giusto processo non determinano, alla luce del principio espresso nei condivisi precedenti già citati, alcun contrasto con i precetti di cui all'articolo 6 CEDU. Il provvedimento sanzionatorio irrogato dalla CONSOB è, infatti, impugnabile in sede giurisdizionale e, d'altra parte, in tale sede la garanzia della pubblicità dell'udienza risulta rispettata, perché proprio dall'esame dei verbali sopra menzionati si evince che la corte bolognese trattò la causa in udienza e non in adunanza di camera di consiglio (si veda l'epigrafe di detti verbali: "*all'udienza collegiale del giorno ... chiamata la causa ...*"); a nulla rilevando, ovviamente, che la decisione (peraltro coerentemente adottata in forma di sentenze e non di ordinanza) sia stata deliberata dalla corte di appello dopo che la stessa, come annotato nell'epigrafe della sentenza gravata, si era "*riunita in camera di consiglio*".

2. Con il secondo motivo di ricorso si denuncia la violazione⁶ falsa applicazione degli artt. 181 e 187 bis T.U.F., in cui la corte territoriale sarebbe incorsa ascrivendo ai ricorrenti l'illecito in contestazione nonostante che gli acquisti

loro imputati siano iniziati il 9 gennaio 2008 e la stessa sentenza gravata collochi nella seconda metà del gennaio 2008 il momento in cui il progetto di OPA aveva assunto caratteristiche di concretezza tali da poter costituire oggetto di una informazione di carattere privilegiato.

Il motivo non può trovare accoglimento. La denuncia di violazione di legge si fonda su un travisamento, da parte dei ricorrenti, delle affermazioni svolte nella sentenza gravata. La corte d'appello ha infatti dato atto dell'assunto dei ricorrenti secondo cui, alla data in cui iniziarono i contestati acquisti di azioni Cremonini s.p.a. (9 gennaio 2008) il progetto di OPA sarebbe stato in fase del tutto embrionale e, conseguentemente, non sarebbe sussistita alcuna informazione connotata del carattere della precisione in ordine ad un progetto di OPA sufficientemente delineato nei suoi elementi essenziali (cfr. pag. 26, primo capoverso, della sentenza) e tale assunto ha disatteso (*"la tesi non appare fondata"*, cfr. pag. 30, primo capoverso, della sentenza) con un giudizio di fatto di cui non è necessario analizzare la motivazione, giacché nel presente mezzo di gravame si deduce esclusivamente un vizio di violazione di legge.

L'enfasi portata dai ricorrenti sui riferimenti cronologici alla *"seconda metà di gennaio 2008"* contenuti nel quartultimo rigo di pagina 27 e nel nono rigo di pagina 29 della sentenza è fuorviante. Infatti, quanto al periodo posto alla fine di pag. 27, è sufficiente osservare che ivi si legge che *"il reperimento del finanziamento per l'attuazione del progetto"* di OPA era certo già in epoca precedente a quella (seconda metà di gennaio 2008) in cui esso era concretamente iniziato. Quanto, poi, al primo capoverso di pagina 29 - ove si legge che la circostanza che l'accordo con gli istituti di credito per il finanziamento dell'OPA si sia chiuso definitivamente solo nel marzo 2008 non esclude che una informazione di carattere privilegiato esistesse già nella seconda metà del gennaio 2008 - va evidenziato come quest'ultimo riferimento cronologico non sia ancorato ad una data precisa e, pertanto, risulti di genericità tale (a fronte, si noti, della ben più precisa affermazione che si legge a pagina 32 della stessa sentenza, laddove si limita al 4 gennaio

2008 il tempo in cui la notizia relativa al prossimo lancio dell'OPA poteva ancora ritenersi priva di precisione) da non porsi contraddizione con il giudizio di fatto (non specificamente censurato nel mezzo di impugnazione in esame) che proprio gli acquisti effettuati a partire dal 9 gennaio (data antecedente di soli sei giorni l'inizio della "seconda metà di gennaio") finivano con il risultare dimostrativi (non essendo giustificabili in base alla convenienza per gli investitori) del fatto che già a quella data esistesse un'informazione precisa relativa al progetto di OPA.

3. Con il terzo motivo si denuncia il vizio di contraddittoria, omessa e/o insufficiente motivazione circa il fatto decisivo per il giudizio concernente la reperibilità del finanziamento funzionale al lancio dell'Opa; in particolare i ricorrenti censurano l'errore in cui la corte territoriale sarebbe incorsa ritenendo che fin dal gennaio 2008 il gruppo Cremonini potesse contare sugli affidamenti bancari necessari al finanziamento dell'Opa senza considerare che l'evoluzione delle trattative intercorse con gli istituti bancari avrebbe dimostrato che tale gruppo non era disponibile ad accettare un qualsiasi finanziamento, ma solo un finanziamento a condizioni ritenute accettabili in termini di garanzie e di commissioni. Il motivo va giudicato inammissibile in quanto la sua formulazione non è conforme al paradigma con cui il sindacato della Corte di cassazione sull'accertamento di fatto del giudice di merito viene limitato dall'articolo 360, n. 5, c.p.c., nel testo modificato dal decreto legge 83/12 (applicabile nel presente giudizio perché la sentenza impugnata è stata pubblicata dopo l'11 settembre 2012). Il motivo in esame, infatti, si risolve in una critica di contraddittorietà o insufficienza del ragionamento motivazionale della corte territoriale ma non denuncia l'omesso esame di alcun fatto storico decisivo per il giudizio che sia stato oggetto di discussione tra le parti; là dove, come questa Corte ha avuto già modo di chiarire, nel vigore del nuovo testo dell'art. 360, primo comma, n. 5), c. p.c. non è più configurabile il vizio di contraddittoria motivazione della sentenza (Cass. n. 13928/15) e, d'altra parte, il cattivo esercizio del potere di apprezzamento delle prove non legali da

parte del giudice di merito non dà luogo ad alcun vizio denunciabile con il ricorso per cassazione, perché il nuovo articolo 360, comma 1, n. 5, c.p.c. attribuisce rilievo soltanto all'omesso esame di un fatto storico, principale o secondario, la cui esistenza risulti dal testo della sentenza o dagli atti processuali, abbia costituito oggetto di discussione tra le parti e presenti carattere decisivo per il giudizio (Cass. 1892/16).

4. Con il quarto motivo si denuncia il vizio di violazione e/o falsa applicazione degli articoli 181 e 187 bis T.U.F.; i ricorrenti, muovendo dal presupposto che tanto gli obblighi di *disclosure* (informativa del mercato ex art. 114 T.U.F.) quanto il divieto di *insider trading* sorgano nel momento in cui venga ad esistenza un'informazione di carattere privilegiato, censurano la sentenza gravata per avere ammesso la possibilità di uno spazio temporale, definito nel ricorso "zona grigia", durante il quale un evento di natura potenzialmente *price sensitive* debba essere tutelato da possibili illeciti di *insider trading* pur non essendo ancora maturo per la comunicazione al pubblico.

Il motivo va giudicato inammissibile perché è privo di pertinenza alla motivazione della sentenza gravata. Tale motivo si risolve, in sostanza, in una critica dell'assunto sviluppato nella comunicazione della CONSOB del 28 marzo 2006, secondo cui il dettato dell'articolo 66, primo comma, del Regolamento emittenti adottato con delibera n. 11971 del 14 maggio 1999 ("*Gli obblighi di comunicazione previsti dall'articolo 114, comma 1, del Testo unico sono ottemperati quando, al verificarsi di un complesso di circostanze o di un evento, sebbene non ancora formalizzati, il pubblico sia stato informato senza indugio mediante apposito comunicato diffuso con le modalità indicate nel Capo I.*") legittimerebbe la possibilità che, rispetto allo stesso evento, possa esservi una significativa divaricazione temporale tra il momento in cui sorge l'obbligo della sua comunicazione al pubblico e il precedente momento in cui sorge il divieto di usare della relativa informazione. Ma di tale questione la corte bolognese non si è occupata minimamente, né avrebbe potuto occuparsene, non riguardando l'impugnato provvedimento sanzionatorio la

violazione, da parte degli odierni ricorrenti, di obblighi di comunicazione al pubblico dell'OPA su Cremonini s.p.a., cosicché la censura sviluppata nel mezzo di impugnazione in esame risulta irrimediabilmente carente di specificità.

5. Con il quinto motivo si denuncia il vizio di violazione e falsa applicazione dell'articolo 187 T.U.F. e della direttiva 2003/06/CE in cui la corte distrettuale sarebbe incorsa ritenendo sussistente, nella specie, il collegamento causale tra il possesso dell'informazione privilegiata e lo status di *insider*; i ricorrenti argomentano che, essendo gli incolpati 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. Il motivo di ricorso pone, in sostanza, la questione del c.d. "*insider di se stesso*", sviluppando le argomentazioni di seguito si sintetizzano.

In primo luogo si argomenta 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 suscettibile nella nozione di informazione, ma solo il materiale conoscitivo che abbia formato oggetto di una trasmissione tra soggetti diversi. Al riguardo, nel motivo di ricorso si critica l'enfasi data dalla corte territoriale alla diversità di tenore letterale tra il testo dell'articolo 2, primo comma, della legge n. 157/91 (ove si vieta l'acquisto o la vendita di valori mobiliari "*qualora si posseggano informazioni riservate ottenute in virtù della ...*") ed il testo dell'articolo 187 bis, primo comma, T.U.F. (ove il destinatario dei divieti di condotta previsti da tale disposizione viene individuato in "*chiunque, essendo in possesso di informazioni privilegiate in ragione della sua qualità di ...*"). I ricorrenti sottolineano che, anche dopo che dal testo delle norme regolatrici della materia è stato rimosso l'aggettivo "ottenute", egualmente, 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.

In secondo luogo si afferma che la locuzione *"in ragione della sua qualità di ..."*, contenuta nel testo dell'articolo 187 bis 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.

In terzo luogo si contesta l'affermazione della sentenza gravata secondo cui il 30° *"considerando"* della direttiva 2003/06/CEE (*"Poiché 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 sé un'utilizzazione di un'informazione privilegiata."*) si applicherebbe alle OPA con finalità di scalata ma 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).

Da ultimo i ricorrenti sollecitano questa Corte a sollevare davanti alla Corte di Giustizia dell'Unione Europea la questione pregiudiziale relativa alla possibilità di interpretare gli articoli 1 e 2 della direttiva 2003/06/CEE, anche alla luce del 30° *considerando*, nel senso che essi escludano l'abuso di informazione privilegiata per il solo fatto di acquisto di azioni dell'emittente effettuato precedentemente al lancio di un'OPA finalizzata al *delisting*.

Il motivo non può trovare accoglimento, né ricorrono le condizioni per disporre il richiesto rinvio pregiudiziale alla Corte di Giustizia dell'Unione Europea.

La prima argomentazione dei ricorrenti non è condivisibile. 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") né nel testo dell'articolo 187 bis T.U.F., né 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 in modo sensibile sui prezzi di tali strumenti finanziari ovvero sui prezzi di strumenti finanziari derivati connessi"*); può aggiungersi 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 uno ad altro soggetto.

In definitiva va quindi affermato 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 appare persuasiva la seconda 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; risulta 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).

Se, però, si respinga il postulato - come il Collegio, per le ragioni sopra enunciate, ritiene di dover fare - cade 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 una informazione ricevuta da altri. Va quindi giudicato privo di supporti normativi l'assunto dei ricorrenti secondo cui la *ratio* della norma andrebbe cercata *"nella riprovazione generata dalla condotta di chi viene a disporre dell'informazione privilegiata in ragione della sua peculiare e fisiologica prossimità alla notizia derivante dal ruolo ^{che} di questi ricopre"* cosicché il disvalore andrebbe rinvenuto *"nello sfruttamento di informazioni privilegiate acquisite mediante una posizione di insider, quando tale abuso si traduce in un profitto parassitario da parte di chi non abbia nessun merito nella elaborazione del contenuto della notizia stessa"*. La *ratio* del divieto di utilizzare informazioni privilegiate consiste, invece, come chiarito dalla Corte di Giustizia dell'Unione

Europea, "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" (sentenza in causa C-45/08 Spector § 62).

Va infine giudicata infondata anche la terza argomentazione sviluppata nel motivo di ricorso in esame, con la quale si invoca il 30° "considerando" della direttiva 2003/6/CE e si censura la sentenza gravata per avere distinto, senza fondamento normativo, l'OPA finalizzata alla scalata dall'OPA finalizzata al *delisting*.

Al riguardo va in primo luogo evidenziato che l'assunto dei ricorrenti secondo cui le condotte loro scritte sarebbero da giudicare legittime alla luce del 30° "considerando" della direttiva 2003/6/CE 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.

Né 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 ^{DE} la materia. Pur a prescindere dal rilievo che la fattispecie in esame è interamente disciplinata, *ratione temporis*, da quest'ultima direttiva, è 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, per contro, 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, osserva il Collegio che Corte di Giustizia dell'Unione Europea, nella 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 compia operazioni di mercato essendo in possesso di informazioni privilegiate incorra nel divieto di abuso di informazioni privilegiate 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.

Alla luce di questi principi, per stabilire se integri la fattispecie di abuso di informazioni privilegiate la condotta dell'*insider* primario che compia operazioni di mercato essendo in possesso di informazioni privilegiate relative al prossimo lancio di un' OPA, non è irragionevole operare valutazioni differenziate a seconda della diversa finalità dell'OPA, in particolare distinguendo tra la finalità di scalata e la finalità di *delisting*.

In ogni caso, l'analisi della compatibilità con la disciplina degli abusi di mercato di operazioni di acquisto o vendita di titoli effettuate dall' *insider* primario che sia in possesso di informazioni privilegiate relative al prossimo lancio di un'OPA finalizzata alla scalata è estranea all'oggetto del presente giudizio.

Per quanto riguarda l'OPA finalizzata al *delisting*, il Collegio ritiene che 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 faccia 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 costituisca^o 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).

Per quanto concerne la richiesta dei ricorrenti di sollevare davanti alla Corte di Giustizia dell'Unione Europea, ai sensi dell'articolo 267 del Trattato sul funzionamento dell'unione, la questione "*se gli articoli 1 e 2 della direttiva 2003/06/CE, anche alla luce del "considerando" 30, escludono l'abuso di informazione privilegiata per il solo fatto di acquisto di azioni dell'emittente effettuato precedentemente al lancio di un'OPA finalizzata al delisting*", il Collegio preliminarmente osserva che, come chiarito dalla stessa Corte di Giustizia nella sentenza del 6 ottobre 1982 in causa C-283/81, Cilfit, l'obbligo dei giudici nazionali di ultima istanza di sottoporre alla Corte di Giustizia una questione d'interpretazione di norme europee che sia stata sollevata dinanzi a loro non sussiste qualora il punto di diritto di cui si tratta sia stato risolto da precedenti pronunce della Corte di Giustizia medesima (cfr. anche Cass. S.S.U.U. n. 12067/07).

Tanto premesso, si osserva che il quesito interpretativo prospettato dai ricorrenti trova risposta nel paragrafo n. 62 della sentenza Spector, sopra trascritto. Proprio alla luce dei principi espressi in quel paragrafo, infatti, per un verso deve affermarsi la presunzione che un *insider* primario che detenga informazioni privilegiate ed effettui un'operazione di mercato sugli strumenti finanziari cui tali informazioni si riferiscono abbia utilizzato tali informazioni e, per altro verso, deve affermarsi che il superamento di detta presunzione va vagliato alla luce della *ratio* della disciplina degli abusi di mercato, 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.

Alla luce della sentenza Spector, dunque, non residuano dubbi interpretativi sul significato degli articoli 1 e 2 e del 30° "considerando" della direttiva 2003/06/CE. Il dettato di tali disposizioni è chiaro e, alla luce di tale dettato, la questione da cui dipende la soluzione della presente causa si risolve nello stabilire se – in considerazione della *ratio* della disciplina degli abusi di mercato, e dunque della esigenza di tutelare l'integrità dei mercati finanziari e di rafforzare la fiducia degli investitori - la presunzione che un *insider* primario che detiene informazioni privilegiate utilizzi tali informazioni qualora effettui operazioni di mercato sugli strumenti finanziari cui esse si riferiscono possa ritenersi superata ove l'operazione di mercato consista nell'acquisto di azioni di una società su cui l'*insider*, che della stessa detenga la maggioranza delle azioni, stia per lanciare un'OPA per *delisting*. Tale questione, tuttavia, non involge l'interpretazione generale ed astratta delle disposizioni dettate dalla direttiva 2003/06/CE, bensì l'applicabilità di tali disposizioni ad una determinata fattispecie e, pertanto, la sua soluzione compete al giudice nazionale (cfr. Cass. 15041/17).

Il quinto motivo di ricorso va dunque, conclusivamente, rigettato.

6. Con il sesto motivo di ricorso i ricorrenti denunciano il vizio di contraddittoria, omessa e/o insufficiente motivazione circa un fatto decisivo per il giudizio che è stato oggetto di discussione tra le parti, ossia l'ascrivibilità dell'illecito ai ricorrenti in proprio, ovvero a titolo di concorso. In particolare i ricorrenti attingono l'affermazione che si legge a pagina 39, primo capoverso, della sentenza gravata, là dove si afferma che tutti i tre odierni ricorrenti "rivestivano in proprio ruolo di insider primario ai quali l'illecito poteva essere contestato in proprio, oltre che a titolo di concorso, per cui è sufficiente che uno solo dei soggetti abbia la qualifica di insider perché gli altri soggetti risultino aver contribuito alla realizzazione di illecito rispondono del medesimo fatto titolo di concorso". Nel mezzo di ricorso si argomenta che la sentenza risulterebbe, per un verso, contraddittoria (non chiarendo se l'illecito addebitato ai ricorrenti venga loro ascritto in proprio o a titolo di concorso) e, per altro verso, carente nella individuazione dei ruoli e nella qualificazione dei comportamenti integrativi dell'ipotetico concorso.

Osserva al riguardo il Collegio che la censura si risolve in una critica di contraddittorietà o insufficienza del ragionamento motivazionale della corte territoriale, ma non denuncia l'omesso esame di alcun fatto storico, principale o secondario, decisivo per il giudizio che sia stato oggetto di discussione tra le parti.

Il motivo è dunque inammissibile, perché la sua formulazione non è conforme al disposto dell'articolo 360, n. 5, c.p.c., nuovo testo, dovendosi al riguardo richiamare le osservazioni già svolte per motivare la statuizione di inammissibilità del terzo mezzo di gravame.

7. In definitiva il ricorso va rigettato in relazione a tutti i motivi nei quali esso si articola.

Le spese del giudizio di cassazione si compensano, trattandosi della prima volta che la questione dell' "insider di se stesso" viene esaminata da questa Suprema Corte.

-
- Deve peraltro darsi atto della sussistenza dei presupposti per il versamento del doppio contributo unificato da parte dei ricorrenti.

PQM

La Corte rigetta il ricorso e compensa le spese del giudizio di cassazione.
Ai sensi dell'articolo 13, comma 1 quater, d.p.r. 115/02, D.Lgs. 546/92 si dà atto della sussistenza dei presupposti per il versamento da parte dei ricorrenti dell'ulteriore importo a titolo di contributo unificato pari a quello dovuto per il ricorso a norma dell'articolo 1 bis dello stesso articolo 13.

Così deciso in Roma il 13 aprile 2017