

Penale Sent. Sez. 5 Num. 53437 Anno 2018

Presidente: PALLA STEFANO

Relatore: CAPUTO ANGELO

Data Udiienza: 19/10/2018

SENTENZA

sul ricorso proposto da:

PROCURATORE GENERALE PRESSO CORTE D'APPELLO DI ROMA

e dalla parte civile CONSOB

nel procedimento a carico di:

BALDASSARRE ANTONIO nato a FOLIGNO il 18/12/1940

VALORI GIANCARLO ELIA nato a MEOLO il 27/01/1940

DINI DANILO nato a SANSEPOLCRO il 12/09/1951

PRATI CLAUDIO nato a MEOLO il 20/10/1950

avverso la sentenza del 13/07/2016 della CORTE APPELLO di ROMA:

visti gli atti, il provvedimento impugnato e il ricorso;

udita la relazione svolta dal Consigliere ANGELO CAPUTO.

Uditi in pubblica udienza: il Sostituto Procuratore generale della Repubblica presso questa Corte di cassazione Giovanni Di Leo, che ha concluso per l'annullamento con rinvio, depositando note di udienza; per la parte civile Consob, l'avv. Valentina Falciani, in sostituzione dell'avv. Deborah Spedicati, che ha depositato conclusioni e nota spese; gli avv.ti Giandomenico Caiazza e Antonio Albano, per l'imputato Valori, gli avv.ti Stefano Preziosi e Marco Franco, per l'imputato Baldassarre, l'avv. Giuseppe Bellomo, per l'imputato Prati, che hanno concluso per l'inammissibilità dei ricorsi (e l'avv. Preziosi, in subordine, per il rigetto).

RITENUTO IN FATTO

1. Con sentenza deliberata il 12/12/2013, il Tribunale di Roma dichiarava Antonio Baldassarre, Giancarlo Elia Valori, Claudio Prati e Danilo Dini colpevoli, in concorso, del reato di manipolazione del mercato ex art. 185 d. lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, ai sensi degli articoli 8 e 21 della legge 6 febbraio 1996, n. 52: d'ora in poi, TUF), perché, creando la falsa apparenza dell'esistenza di un gruppo di soggetti investitori (cd. "cordata Baldassarre") interessati all'acquisto delle azioni di Alitalia s.p.a. in mano al Ministero dell'Economia e in grado di portare a termine detta operazione, ponevano in essere artifici e generavano e diffondevano notizie false idonee a creare una sensibile alterazione del titolo quotato Alitalia s.p.a.; in particolare, di concerto con i concorrenti, Baldassarre presentava, nell'ambito della procedura finalizzata all'acquisizione delle quote della società detenute dal Ministero dell'Economia, un'offerta, in competizione con le società *Air France* e *Air One*, producendo, "a garanzia della serietà dell'offerta stessa" due documenti falsi (una "evidenza fondi" con logo UBS apparentemente emessa da UBS in favore della società Loraerive sl., contenente l'indicazione dell'esistenza presso la banca svizzera di un fondo di 500 milioni di euro; una lettera indirizzata a Baldassarre e sottoscritta da tale Jurg Haller, nella quale UBS indicava come proprio cliente una società denominata Loraerive sl. - facente parte della cd. "cordata Baldassarre" - attestando l'esistenza di fondi disposizione della suddetta e la disponibilità della banca a fornire appoggio tecnico-finanziario all'operazione di acquisizione delle azioni Alitalia); documenti, questi, della cui falsità Baldassarre era al corrente per esserne stato informato dai responsabili di UBS prima della presentazione dell'indicata offerta e che deliberatamente utilizzava allo scopo di accreditare falsamente la consistenza del gruppo di riproporlo come partecipe della competizione, superando la decisione assunta dal CdA di Alitalia di escludere il gruppo stesso dalla procedura finalizzata all'acquisizione; tale comportamento - in sé integrante un artificio e tale da generare una falsa notizia in ordine all'oggettiva consistenza e serietà dell'offerta della "cordata Baldassarre", si inseriva nel contesto di una complessiva condotta posta in essere dai concorrenti e caratterizzata dalla reiterata diffusione agli organi di informazione di notizie prive di fondamento sulla consistenza economica della "cordata", sulla disponibilità di *partners* autorevoli e sulla serietà e credibilità dell'offerta di acquisto: tali illecite condotte intervenivano in una fase in cui si stavano decidendo le sorti delle società del gruppo Alitalia ed erano idonee a condizionare tempi e modalità di svolgimento della programmata operazione di cessione delle azioni di Alitalia s.p.a. detenute dal Ministero dell'Economia (dall'ottobre al 06/12/2007). Con l'applicazione delle



circostanze attenuanti generiche, gli imputati Baldassarre e Valori venivano condannati alla pena principale di anni 2 di reclusione ed euro 200 mila di multa, e gli imputati Prati e Dini alla pena principale di anni 1 e mesi 4 di reclusione ed euro 160 mila di multa; gli imputati venivano altresì condannati al risarcimento dei danni in favore della parti civili Federconsumatori Campania, Consob e Codacons, liquidate, rispettivamente, in euro 5 mila, in euro 100 mila e in euro 10 mila.

2. Investita dell'appello degli imputati, del Procuratore della Repubblica presso il Tribunale di Roma, delle parti civili Bizzarri Leonardo + 3 (rappresentate dall'avv. Linda Perazzini), Collecchi Rino + 470 (rappresentate dall'avv. Manuela Mazzucco) e dell'appello incidentale di Abenaim Licia + 174 (rappresentate dall'avv. Alessandro Gamberini), Aciri Margherita + 106 (rappresentate dall'avv. Armando Cortese), Antenucci Vincenzo + 1 (rappresentate dall'avv. Mariana Marinò), Gabriel Bertinetto + 1 (rappresentate dall'avv. Dario Piccioni), la Corte di appello di Roma, con sentenza deliberata il 13/07/2016, ha assolto gli imputati perché il fatto non sussiste, revocando le statuizioni civili.

3. Avverso l'indicata sentenza della Corte di appello di Roma ha proposto ricorso per cassazione il Procuratore generale presso la medesima Corte, denunciando – nei termini di seguito enunciati nei limiti di cui all'art. 173, comma 1, disp. att. cod. proc. pen. – inosservanza o erronea applicazione dell'art. 185 TUF, in ordine al criterio di accertamento dell'idoneità della condotta a provocare una sensibile alterazione del prezzo degli strumenti finanziari. Il bene tutelato dal reato di manipolazione del mercato è il corretto svolgimento del mercato nell'interesse degli investitori, laddove il meccanismo di formazione del prezzo di mercato può essere con alta probabilità condizionato da interventi manipolatori quali la diffusione di notizie false ad opera di potenziali acquirenti di riconosciuta autorevolezza: la presenza fra gli acquirenti della "cordata", rappresentata quale sedicente *legal advisor* di Antonio Baldassarre (che ostentava il titolo di Presidente emerito della Corte costituzionale), era suscettibile di indurre gli investitori ad acquistare azioni Alitalia, posto che la partecipazione alla trattativa di un ulteriore, credibile soggetto accresceva le probabilità che la procedura avesse esito positivo, con la cessione del 49,9% del capitale di Alitalia a imprenditori in grado di assicurare il risanamento e il rilancio della società, mentre la mancata partecipazione della "cordata" ovvero la consapevolezza circa ciò che in realtà rappresentava, avrebbe indotto gli investitori ad una più accorta valutazione della consistenza del titolo Alitalia e ad un'obiettiva svalutazione del titolo. La sentenza impugnata si è sottratta al giudizio controfattuale esposto, giudizio che doveva essere declinato considerato



che la fattispecie ex art. 185 TUF ha natura non di reato di danno, ma di pura condotta e di pericolo concreto, sicché per la sua sussistenza non occorre l'effettiva sensibile alterazione del prezzo dello strumento finanziario, essendo sufficiente una sua probabile sensibile alterazione. La circostanza per cui la "cordata" non superò il primo esame di ammissibilità delle offerte non esclude che, sia pure per un breve spazio temporale, essa manifestò interesse verso la compagnia aerea e si accreditò nel mercato finanziario spendendo l'autorevolezza del proprio referente ufficiale, Baldassarre, e divulgando sistematicamente al pubblico dati informativi falsi, tesi ad accreditarla come affidabile concorrente per l'acquisto del pacchetto azionario Alitalia, sicché erroneamente è stata ritenuta inidonea la condotta manipolatoria a mettere in pericolo il bene protetto. L'assoluzione si è fondata sulla diagnosi negativa dell'evento dannoso, anziché sulla doverosa prognosi postuma positiva, del tutto omessa, circa il pericolo concreto implicato dalle manovre manipolatorie dispiegate dagli imputati.

4. Avverso la medesima sentenza della Corte di appello di Roma ha proposto ricorso per cassazione la parte civile Consob, attraverso il difensore e procuratore speciale avv. Deborah Spedicati, articolando cinque motivi di seguito enunciati nei limiti di cui all'art. 173, comma 1, disp. att. cod. proc. pen.

4.1. Il primo motivo denuncia inosservanza o erronea applicazione dell'art. 185 TUF in ordine alla struttura del reato e al criterio di accertamento dell'idoneità a provocare una sensibile alterazione del prezzo di strumenti finanziari (c.d. *price sensitivity*). La valorizzazione operata dalla sentenza impugnata in ordine alla fase preliminare in cui si collocava la diffusione delle notizie è priva di fondamento normativo, mentre, nel contesto dell'epoca, il carattere *price sensitive* delle notizie diffuse sussisteva anche se la gara indetta da Alitalia per la ricerca di un acquirente era in fase preliminare, come è confermato dall'art. 114, comma 1, TUF, dall'art. 66, comma 4, del Regolamento Emittenti e dalla comunicazione della Consob del 28/03/2006, nonché dal confronto con la previsione di cui all'art. 184 TUF, che, a differenza dell'art. 185 TUF, richiede il carattere preciso dell'informazione. Il bene protetto dall'art. 185 TUF è il corretto, trasparente ed efficiente andamento del mercato finanziario e delle operazioni che in esso si svolgono, al fine di garantire che il prezzo di un titolo rifletta esattamente il suo valore reale ed effettivo e non venga influenzato da notizie false o atti artificiosi e fraudolenti, laddove, trattandosi di reato comune, erroneamente la Corte di appello ha argomentato richiamando la provenienza delle notizie da soggetti estranei alla compagnia aerea emittente. Irrilevante è il riferimento al rilievo della partecipazione alla gara di altre compagnie aeree, che non incide sulla valutazione dell'idoneità delle informazioni



diffuse dagli imputati a provocare una sensibile alterazione del prezzo delle azioni Alitalia. La sentenza impugnata non ha effettuato la prognosi postuma richiesta dalla giurisprudenza di legittimità e ha fatto erroneamente riferimento alla mancanza di qualsiasi evento di sensibile alterazione ricollegabile alla condotta degli imputati. L'accertamento della concreta idoneità della condotta a provocare una sensibile alterazione del prezzo di uno strumento finanziario deve basarsi su un confronto ideale tra il prezzo di mercato di un titolo derivante dalla diffusione di notizie false o altri artifici e il prezzo che il medesimo titolo avrebbe presumibilmente segnato in assenza di tali condotte: correttamente la sentenza di primo grado aveva effettuato la verifica controfattuale tra notizie false e notizie ipotetiche vere, utilizzando quale mero indice la misurazione dell'effetto sull'andamento del titolo che ebbero le notizie diffuse a mezzo stampa, verifica del tutto omessa dalla Corte di appello.

4.2. Il secondo motivo denuncia inosservanza o erronea applicazione dell'art. 185 TUF in ordine al carattere falso delle notizie e al concetto di artifici. Erroneamente la sentenza impugnata ha escluso la falsità delle notizie e degli altri artifici indicati nell'imputazione, assumendo una concezione formale e apparente degli elementi costitutivi del reato, a fronte del rilievo penale rivestito dall'effetto distorsivo della realtà prodotto dalla notizia falsa o dagli altri artifici, restando integrata la fattispecie incriminatrice in relazione a qualsiasi difformità rispetto al vero se idonea a provocare una sensibile alterazione del prezzo degli strumenti finanziari.

4.3. Il terzo motivo denuncia vizi di motivazione in ordine al carattere falso delle notizie e al dolo. La motivazione della sentenza impugnata è del tutto in contrasto con i cospicui elementi probatori dibattimentali, tutti convergenti nel senso della sussistenza degli elementi costitutivi del reato e, segnatamente, della falsità della notizia e del dolo.

4.4. Il quarto motivo denuncia inosservanza o erronea applicazione dell'art. 185 TUF in ordine all'inesistenza del profitto quale elemento costitutivo del reato. Erroneamente la sentenza impugnata ha valorizzato l'assenza di un profitto derivante dai fatti oggetto di imputazione, posto che il profitto non rientra tra gli elementi costitutivi del reato.

4.5. Il quinto motivo denuncia inosservanza o erronea applicazione dell'art. 187-*undecies* TUF, con riguardo al capo della sentenza che ha revocato le statuizioni civili della sentenza di primo grado favorevoli alla parte civile ricorrente.

4.6. Con memoria depositata il 03/10/2018, la difesa della parte civile Consob ha dedotto l'insussistenza, nel caso di specie, dei presupposti del *ne bis in idem*, in quanto risulta ancora pendente il termine per impugnare la sentenza della Corte di appello di Roma del 28/05/2018 che ha respinto l'opposizione

avverso il provvedimento sanzionatorio nei confronti di Baldassare, laddove l'opposizione di Valori è stata accolta per ragioni esclusivamente processuali. La memoria richiama poi alcune decisioni della Corte di cassazione emesse a seguito di sentenze della Corte di giustizia dell'Unione europea.

5. In data 12/10/2018, la difesa di Giancarlo Elia Valori ha depositato: note per l'udienza del 15/06/2016 dinanzi alla Corte di appello di Roma nelle quali si deduce l'assegnazione, da parte della sentenza di primo grado, di valore probante a un segmento di condotta realizzato in epoca anteriore all'ottobre del 2007 indicata nell'imputazione, nonché la violazione del *ne bis in idem* in relazione al procedimento avviato da Consob e definito con sentenza irrevocabile; note di deposito per l'udienza del 13/07/2016 dinanzi alla Corte di appello di Roma relative, in particolare, all'attestazione di irrevocabilità della sentenza della Corte di appello di Roma che ha annullato la deliberazione della Consob che aveva applicato a Valori la sanzione amministrativa *ex art. 187-ter TUF*.

CONSIDERATO IN DIRITTO

1. I ricorsi devono essere accolti, nei termini di seguito indicati.

1.1. *In limine*, vanno affrontate alcune questioni, in parte poste dai difensori degli imputati, relative all'ammissibilità dei ricorsi.

In primo luogo, mette conto rilevare che il fatto oggetto di imputazione risulta commesso nella vigenza della disciplina sanzionatoria di cui all'art. 39 della legge 28 dicembre 2005, n. 262, sicché, considerata la comminatoria editale stabilita da detta novella per il reato contestato, non è decorso il termine di prescrizione del reato stesso: il che rende ragione della sussistenza dell'interesse all'impugnazione del pubblico ministero.

Da un secondo punto di vista, i difensori degli imputati hanno dedotto l'inammissibilità delle impugnazioni (e, in particolare, di quella del pubblico ministero) sotto il profilo, in buona sostanza, della genericità delle doglianze: i rilievi non colgono nel segno perché la devoluzione dell'impugnazione riguarda esclusivamente i punti della sentenza e i motivi che li censurano (gli uni e gli altri, come si vedrà, specificamente individuati dai ricorrenti), ma non le argomentazioni e le questioni di diritto non svolte o erroneamente prospettate a sostegno del *petitum* (Sez. U, n. 1 del 27/09/1995 - dep. 1996, Timpanaro, Rv. 203096; conf., *ex plurimis*, Sez. 1, n. 2809 del 18/02/1998, Silvestro, Rv. 210039, con specifico riferimento al ricorso per cassazione; Sez. 5, n. 43967 del 28/06/2017, più di recente).

Un'ulteriore questione in tema di ammissibilità del ricorso del (solo) pubblico ministero potrà essere esaminata dopo aver ripercorso, in estrema sintesi, l'iter argomentativo della sentenza impugnata.

2. Il nucleo essenziale della *ratio decidendi* della sentenza assolutoria di appello va individuato nell'esclusione della «concreta idoneità della condotta descritta nell'imputazione a porre in pericolo il normale andamento del titolo Alitalia».

2.1. Decisiva, nella prospettiva della Corte distrettuale, è, infatti, la considerazione che le condotte degli imputati sono intervenute «all'interno di una fase preliminare della procedura di ristrutturazione di Alitalia», sicché qualsiasi informazione attinente alle iniziative intraprese in tale fase «risentiva necessariamente della natura assolutamente ipotetica di ogni intenzione di acquisto di azioni della compagnia aerea da parte dei soggetti interessati»: si trattava di una fase di carattere squisitamente ricognitivo (di «esplorazione a tutto campo», come riferito dal teste Prato, presidente *pro tempore* di Alitalia) nella quale «non esisteva alcuna immediata ipotizzabile possibilità che l'assetto gestionale di Alitalia venisse coinvolto e che modifiche strutturali idonee ad incidere sensibilmente sulla linea industriale da seguire nell'immediato futuro venissero adottate da una nuova compagine direzionale», laddove la «cordata Baldassare» non fu ammessa alla fase successiva, che prevedeva l'accesso alle informazioni sulla condizione complessiva della compagnia aerea (cd. *data room*). In siffatta condizione, osserva il giudice di appello, è difficile «ravvisare una seppur potenziale incidenza sull'andamento del titolo», non essendo dato vedere «come iniziative provenienti da soggetti estranei alla compagnia aerea emittente, privi di qualsivoglia carattere che determinasse condizionamenti sull'andamento economico della stessa, potessero invece influire sull'andamento del titolo».

In questo contesto, rileva la sentenza impugnata, «fondare decisioni di negoziazioni del titolo Alitalia sulla base di una ancora complessa e ipotetica prospettiva di sviluppo della procedura appare oggi e appariva all'epoca un azzardo in alcun modo ricollegabile al razionale operare di un soggetto mediamente informato ed attrezzato sul funzionamento del mercato finanziario», né è ravvisabile una dinamica anomala che «potesse rappresentare la cordata Baldassarre nel mercato e nell'opinione pubblica in genere come l'ente più quotato per l'acquisizione del pacchetto azionario in vendita e dunque in grado di entrare a pieno titolo nelle future scelte di politica industriale della compagnia aerea». L'analisi del contesto informativo, osserva ancora la sentenza impugnata, deve necessariamente considerare gli altri soggetti in competizione per l'acquisto del pacchetto azionario, ossia *Air France* e *Air One*, compagnie

aeree già strutturate e con vasta esperienza nel settore, sicché non sembra che «il mercato azionario dovesse risentire solo delle iniziative e dei movimenti intrapresi dalla cordata e non già dagli altri, molto più accreditati, soggetti imprenditoriali».

La Corte di appello richiama poi i dati offerti dal consulente dell'imputato Baldassarre, Motta, il quale ha riferito che i notiziari curati dagli operatori finanziari nel periodo di cui all'imputazione non prendevano in alcuna considerazione l'iniziativa della "cordata Baldassarre", il che significa che non fornivano alcuna indicazione in ordine ad operazioni di mercato sul titolo Alitalia condizionate dalla cordata stessa; ha altresì riferito il consulente che l'andamento del titolo Alitalia nelle date in cui ne era stata evidenziata l'anomalia ben poteva aver risentito delle iniziative non della cordata, ma della circostanza che, nonostante la precaria condizione di Alitalia, compagnie aeree di grande rilievo avevano manifestato interesse per la sua acquisizione.

La sentenza impugnata ha poi rimarcato che tutta la fase in questione era stata monitorata dagli organi di supervisione e controllo e costituiva oggetto costante di informazioni e comunicati da parte della stessa Alitalia, che rappresentavano per gli operatori finanziari e per la pubblica opinione la più qualificata fonte informativa dalla quale trarre elementi di conoscenza circa il ruolo critico, se non precario, che la "cordata Baldassarre" assumeva all'interno dell'operazione: alla luce di tale flusso di informazioni, «la futura prospettiva di una cordata riferibile a Baldassarre e Valori che gestisse la compagnia aerea appariva [...] con contorni vaghi e con elementi ancora in via di necessaria definizione».

Concludendo sul punto, osserva la sentenza impugnata che «la condotta oggetto di imputazione si è esaurita, perché negativamente vagliata» dagli organi di supervisione, «alla conclusione del primo segmento»; «alcuna influenza concreta sulle scelte di politica industriale e commerciale di Alitalia tali manifestazioni di intenzione, da chiunque provenissero, potevano ragionevolmente produrre, proprio perché si traducevano sostanzialmente in ipotesi di lavoro ancora da vagliare e modulare»; «se l'assetto e le scelte gestionali dell'emittente dovevano necessariamente rimanere ancora indifferenti rispetto alle iniziative dei soggetti interessati alla sua acquisizione, non si vede come e perché a sua volta il titolo allo stesso emittente riferibile dovesse risentire di anomale o abnormi vicende», sicché il titolo Alitalia «non poteva dunque rimanere coinvolto in maniera significativa dalle iniziative degli imputati con riferimento all'acquisizione del pacchetto azionario di Alitalia», iniziative che, pertanto, non potevano «ingenerare alcun concreto pericolo circa il suo andamento né tantomeno determinare una sensibile variazione del prezzo».

2.2. Ai rilievi in estrema sintesi richiamati, la Corte di appello aggiunge alcune «ulteriori osservazioni di corredo».

Osservazioni, queste, relative, in primo luogo, alle notizie diffuse in ordine alla composizione e alla capacità della "cordata" che non appaiono alla Corte di appello rappresentare «una realtà del tutto diversa da quella esistente»: le informazioni diffuse, anche azzardate o enfaticamente, erano «pur sempre attinenti ad una realtà esistente ed operativa, seppur con decisi tratti di precarietà, e certamente un giudizio netto di falsità – richiesto quale ulteriore requisito strutturale per l'integrazione della fattispecie oggetto di contestazione - non appare sostenibile oltre ogni ragionevole dubbio». Osserva ancora la sentenza impugnata come non sembri che «possa attribuirsi agli imputati la piena e certa consapevolezza in ordine all'autenticità o falsità degli atti riferiti alla Banca UBS, attinenti alla capacità finanziaria della società spagnola Loraerive», risultando comunque superfluo qualsiasi approfondimento istruttorio al riguardo.

Su un diverso piano, osserva il giudice di appello, per un verso, che «sebbene l'assenza di significative alterazioni del prezzo del titolo Alitalia non sia elemento rilevante ai fini dell'integrazione della fattispecie di pericolo concreto, appare comunque significativo che solo successivamente, cioè nel giugno del 2008, la Consob abbia ritenuto di intervenire in via cautelativa sul titolo Alitalia, sospendendolo» e, per altro verso, che nessuno degli imputati, come riconosciuto anche dalla sentenza di primo grado, abbia tratto profitto dalla vicenda, sicché, anche sotto questo profilo, sembra che «la fattispecie in contestazione non si attagli alla vicenda in esame».

3. La sia pur sintetica ricostruzione del percorso argomentativo seguito dal giudice di appello rende ragione del rilievo che, come si è anticipato, il nucleo essenziale della *ratio decidendi* della sentenza impugnata va individuato nel giudizio di insussistenza dell'idoneità delle notizie diffuse, secondo l'ipotesi accusatoria, dagli imputati a provocare una sensibile alterazione del prezzo del titolo Alitalia. Rispetto a tale nucleo essenziale, gli ulteriori rilievi – anche graficamente distinti rispetto alla prima parte della motivazione della sentenza impugnata – assumono, nell'economia del discorso giustificativo del giudice di appello, il ruolo di «ulteriori osservazioni di corredo»: il che, appunto, ne esclude la riconducibilità nella *ratio decidendi* della pronuncia assolutoria, tanto più che in relazione ad alcuni di questi ulteriori rilievi (in punto falsità dei documenti prodotti dalla "cordata Baldassarre", in particolare), la Corte di appello ravvisa lacune istruttorie, rispetto alle quali, tuttavia, ritiene superfluo qualsiasi ulteriore approfondimento attraverso la rinnovazione dell'istruzione dibattimentale. Da ciò consegue, in primo luogo, che le «ulteriori osservazioni» della sentenza impugnata non integrano, rispetto alla *ratio decidendi* delineata con riguardo alla

ritenuta inidoneità delle notizie diffuse a provocare una sensibile alterazione del prezzo del titolo Alitalia, una diversa *ratio decidendi* autonoma ed autosufficiente rispetto alla prima, ossia da sola in grado di offrire – nella prospettazione del giudice di appello – fondamento giustificativo alla riforma della sentenza di primo grado. Il che, in secondo luogo, rende ragione dell'ammissibilità del ricorso del pubblico ministero, che ha investito l'unica *ratio decidendi* (cfr. Sez. 3, n. 30021 del 14/07/2011, F., Rv. 250972), senza censurare le «ulteriori osservazioni di corredo» prospettate dal giudice di appello (sicché devono essere disattese le deduzioni svolte nel corso dell'odierna discussione dall'avv. Bellomo, difensore di Prati).

4. Come questa Corte ha già avuto modo di puntualizzare, la fattispecie di manipolazione del mercato ex art. 185 TUF è reato di mera condotta e di pericolo concreto e «si consuma nel momento stesso in cui la notizia, foriera di scompenso valutativo del titolo, viene comunicata o diffusa e, cioè, esce dalla sfera del soggetto attivo» (Sez. 5, n. 28932 del 04/05/2011, Tanzi; conf. Sez. 5, n. 40393 del 20/06/2012, Gabetti; Sez. 5, n. 25450 del 03/04/2014, Ligresti, Rv. 260751). Per la sussistenza del reato è quindi sufficiente che «siano poste in essere le cause dirette a cagionare una sensibile alterazione del prezzo degli strumenti finanziari quotati nelle liste di borsa, senza che sia necessario il verificarsi di questo evento» (Sez. 5, n. 28932 del 2011, cit.; conf. *ex plurimis*, Sez. 5, n. 54300 del 14/09/2017, Banchemo, Rv. 272083; Sez. 5, n. 45829 del 16/07/2018, Franconi): il verificarsi di siffatta alterazione nell'andamento del titolo può dunque, come si è osservato in dottrina, assumere valenza "indiziante" dell'idoneità della condotta (comunque da accertare sulla base del criterio di seguito indicato), ma il reato «può sussistere anche senza che la variazione del prezzo si sia concretamente realizzata, in quanto la norma penale tutela anticipatamente l'interesse dell'ordinamento alla corretta formazione del prezzo dello strumento finanziario», sicché è necessaria un'adeguata indagine «sulla idoneità *ex ante* della condotta manipolativa a produrre una variazione penalmente rilevante (indipendentemente da quella riscontrata *ex post*)» (Sez. 5, n. 4619 del 27/09/2013 – dep. 2014, Compton). Ai fini della sussistenza del reato, le notizie diffuse devono essere caratterizzate dalla «loro concreta idoneità ad influire sul corso delle contrattazioni mobiliari», essendo questa «la condizione per apprezzare la lesività del fatto, caratteristica che si aggiunge all'ulteriore requisito discendente dall'attributo "sensibile" richiesto dal legislatore per far superare alla distorsione la soglia di rilevanza penale (esito che suole racchiudersi nella formula anglosassone della *price sensitivity*)» (Sez. 5, n. 28932 del 2011, cit.): la natura di pericolo concreto del reato esige, ai fini del suo perfezionamento, la manifestazione fenomenica dell'idoneità dell'azione a

mettere in pericolo l'interesse protetto dalla norma, costituito dal corretto ed efficiente andamento del mercato al fine di garantire che il prezzo del titolo nelle relative transazioni rifletta il suo valore reale e non venga influenzato da atti o fatti artificiali o fraudolenti (Sez. 1, n. 45347 del 06/05/2015, Bonsignore, Rv. 265397). La configurazione del reato di manipolazione del mercato quale reato di mera condotta e di pericolo concreto e gli elementi costitutivi inerenti alle connotazioni delle notizie diffuse o degli artifici adoperati convergono nell'individuare, quale unico criterio di accertamento del reato stesso, quello della prognosi postuma (Sez. 5, n. 40393 del 2012, cit.), ossia un giudizio in concreto ed *ex ante* che valorizzi tutti i dati fattuali esistenti al momento della condotta in funzione della verifica della connotazione decettiva del fatto comunicativo e della sua idoneità a produrre effetti distorsivi sul patrimonio conoscitivo dell'investitore: il fatto comunicato assume dunque i connotati di tipicità *ex art.* 185 TUF quando «può concretamente influire sulla formazione della volontà negoziale dell'investitore e meglio persuaderlo alla convenienza nell'impiego del denaro con l'investimento nel titolo (ovvero ad indurlo alla dismissione di quell'investimento)» (Sez. 5, n. 28932 del 2011, cit.). Tale accertamento richiede un «apprezzamento percepibile a mezzo di un giudizio di prognosi postuma, cioè mediante una verifica di tipo contro-fattuale», onde comprendere se il mendacio sia stato potenzialmente idoneo a dar corpo a «questa capacità distorsiva» (Sez. 5, n. 28932 del 2011, cit.). Pertanto, con riferimento al reato di cui all'art. 185 TUF, l'accertamento della capacità distorsiva delle informazioni oggetto della condotta diffusiva (ma analogo rilievo potrebbe essere svolto con riguardo alla c.d. manipolazione operativa) mira ad individuarne l'idoneità a «provocare una sensibile alterazione del prezzo di strumenti finanziari in modo tale che il pubblico degli investitori sia indotto in errore circa lo spontaneo e corretto processo di formazione dei prezzi» (Sez. 5, n. 28932 del 2011, cit.).

5. La Corte di appello non ha fatto buon governo dei principi di diritto richiamati e, in particolare, ha operato la valutazione circa la configurabilità del reato di manipolazione del mercato in termini non in linea con il criterio della prognosi postuma delineato dalla giurisprudenza di questa Corte: pertanto, meritano accoglimento le censure articolate dai ricorrenti in ordine all'erronea applicazione dell'art. 185 TUF e, segnatamente, al criterio di accertamento dell'idoneità delle condotte a provocare una sensibile alterazione del prezzo degli strumenti finanziari.

5.1. Come si è visto, la sentenza impugnata ha attribuito rilievo del tutto centrale alla fase dell'*iter* stabilito da Alitalia per l'acquisizione delle azioni in mano pubblica in cui sono intervenute le condotte oggetto di imputazione, una



fase del tutto preliminare e ricognitiva, rispetto alla quale «non esisteva alcuna immediata ipotizzabile possibilità che l'assetto gestionale di Alitalia venisse coinvolto e che modifiche strutturali idonee ad incidere sensibilmente sulla linea industriale da seguire nell'immediato futuro venissero adottate da una nuova compagine direzionale». Il rilievo centrale attribuito alla fase iniziale in cui si collocarono i fatti oggetto di imputazione trascura di esaminare, come denunciato dal ricorso del pubblico ministero, la concreta idoneità di tali fatti a produrre effetti distorsivi sul patrimonio conoscitivo dell'investitore: tanto più che la valorizzazione della fase preliminare in cui sono intervenute le condotte oggetto di imputazione (in una prospettiva che, dunque, dovrebbe condurre ad escludere in radice la capacità distorsiva di informazioni scorrette diffuse quando le intenzioni di acquisto della compagnia aerea avevano necessariamente «natura assolutamente ipotetica»), mal si concilia con i rilievi della stessa sentenza di appello in ordine al "peso" della cordata Baldassarre rispetto a quello degli altri, «molto più accreditati», partecipanti, nella medesima fase, alla procedura.

D'altra parte, viene in rilievo l'erroneità del giudizio di prognosi postuma correlato dalla sentenza impugnata all'idoneità della diffusione delle informazioni scorrette a determinare uno scompenso valutativo del titolo solo in relazione alle decisioni di investimento calibrate sulle «future scelte di politica industriale della compagnia aerea»: ossia, in buona sostanza, alle decisioni di investimento a medio-lungo termine. L'idoneità in concreto ed *ex ante* della condotta manipolativa a produrre una sensibile alterazione del prezzo del titolo, invece, deve essere vagliata in rapporto alla corretta formazione del prezzo dello strumento finanziario e in relazione a qualsiasi tipologia di investimento, anche indipendente da valutazioni proiettate nell'orizzonte temporale proprio di modifiche strutturali negli assetti proprietari e gestionali dell'emittente destinate ad incidere sulla sua linea industriale. La "limitazione" delineata dalla sentenza impugnata attraverso il collegamento tra il giudizio di idoneità decettiva dei fatti comunicativi e le valutazioni dell'investitore in vista delle «future scelte di politica industriale» di Alitalia è estranea alla norma incriminatrice e, può aggiungersi, al suo scopo di tutela, finendo con l'amputare dalla tutela appunto accordata dalla norma incriminatrice all'integrità del mercato finanziario, ossia al «regolare funzionamento dei mercati mobiliari» e alla «fiducia del pubblico» nei mercati stessi (*Considerando* 2 della direttiva 2003/6/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 28 gennaio 2003, vigente al momento del fatto, nonché *Considerando* 1 della direttiva 2014/57/UE del Parlamento europeo e del Consiglio del 16 aprile 2014), tipologie di investimento non correlate alle evoluzioni conseguenti alla conclusione della procedura volta all'individuazione dell'acquirente e alla stabilizzazione dell'assetto proprietario e del gruppo



dirigente della compagnia. Nei termini indicati e, dunque, attraverso il "collegamento" tra la fase preliminare in cui si realizzarono i fatti comunicativi oggetto di imputazione e la proiezione della capacità decettiva di tali fatti rispetto a «future scelte di politica industriale della compagnia aerea», la prognosi postuma operata dalla sentenza impugnata circa la concreta idoneità distorsiva si risolve nell'indebita esclusione dal novero delle informazioni scorrette potenzialmente capaci di provocare una sensibile alterazione del prezzo del titolo Alitalia di quelle che rivestono tale attitudine ingannatoria per plurime categorie di possibili investitori: il che, come si è detto, non è in linea con la portata della norma incriminatrice, che impone di valutare la potenziale capacità dell'informazioni diffuse di influenzare in termini distorsivi il patrimonio conoscitivo dell'intera platea degli investitori.

Del resto, nella medesima prospettiva di esclusivo riferimento, ai fini della prognosi postuma, ad alcune tipologie di investimento risulta muoversi, nell'iter motivazionale della sentenza di appello, il rilievo – censurato puntualmente dal ricorso della parte civile - attribuito alla circostanza per la quale l'iniziativa in questione proveniva da soggetti estranei ad Alitalia, che, «privi di qualsivoglia carattere che determinasse condizionamenti sull'andamento economico della stessa», non potevano influire sull'andamento del titolo. Al riguardo, fermi restando i rilievi già svolti, deve solo rimarcarsi come la fattispecie di manipolazione del mercato sia un reato comune, rispetto al quale, tuttavia, di fatto la categoria dei soggetti attivi «si restringe in ragione della descrizione modale dell'azione vietata» (Sez. 5, n. 28932 del 2011, cit.): ora, se, in linea di massima, in relazione a condotte manipolatrici provenienti da soggetti *intranei* all'emittente può essere più agevole riscontrare la capacità distorsiva delle informazioni diffuse richiesta dalla norma incriminatrice, ciò significa solo che, con riferimento a soggetti estranei ad essa, la prognosi postuma cui è chiamato il giudice di merito deve essere particolarmente rigorosa e correlata ad un esame estremamente approfondito di tutti i dati fattuali di possibile significatività. Rilievo, questo, che, comunque, non può certo condurre a letture della fattispecie ex art. 185 TUF come reato proprio degli esponenti dell'emittente (posto che «è escluso che l'autore debba appartenere alla società emittente» o che da essa dipenda o con essa collabori: Sez. 5, n. 28932 del 2011, cit.), né giustificare approcci astrattizzanti come quello rinvenibile nel giudizio di sussunzione operato dal giudice di appello. D'altra parte, la fattispecie incriminatrice ben può essere integrata, in relazione alla disseminazione di notizie false, anche in assenza di operazioni sul titolo da parte degli agenti.

5.2. Anche sotto un ulteriore profilo il giudizio di sussunzione operato dalla Corte di appello si rivela erroneo. La sentenza di primo grado aveva richiamato i vari interventi di Consob ex art. 114 TUF volti a far emettere ad Alitalia – e,

talora, anche allo stesso Baldassarre (vd. pag. 230 della sentenza di primo grado) – comunicati finalizzati a rendere noti al mercato fatti concernenti la partecipazione della “cordata” alla procedura. La sentenza di appello ha valorizzato tali comunicati rimarcando che essi rappresentavano la più qualificata fonte informativa dalla quale trarre elementi di conoscenza circa il ruolo “precario” della “cordata Baldassarre”, sicché, proprio alla luce di tali comunicati, del tutto vaga era la futura prospettiva che la cordata riferibile a Baldassarre e Valori potesse assumere la gestione di Alitalia.

Ora, l’art. 114 TUF delinea, in via primaria, gli obblighi di informazione continua in capo agli emittenti, obblighi funzionali a mettere a disposizione del pubblico degli investitori tutte le informazioni suscettibili di incidere significativamente sulle scelte di investimento (ossia, secondo il testo vigente al momento dei fatti, le informazioni di cui all’art. 181 TUF). L’attivazione dei poteri sollecitatori di Consob ex art. 114 TUF finalizzati alla diffusione di notizie relative all’emittente è, all’evidenza, un indice della possibile riconoscibilità in tali notizie del connotato della *price sensibility*, come puntualmente osservato dal Procuratore generale presso questa Corte: un indice che, naturalmente, non esaurisce gli oneri di accertamento del giudice di merito circa l’attitudine dell’informazione a provocare una sensibile alterazione del prezzo del titolo, ma che certo dà conto dell’apprezzamento svolto, all’epoca dei fatti e nel contesto delineato dalla situazione di mercato dell’emittente e del potenziale impatto su di essa delle notizie diffuse, dall’Autorità di vigilanza, naturalmente secondo canoni prudenziali che nuovamente confermano come la valorizzazione di tale parametro non possa attribuirgli valenza, per così dire, “autosufficiente” ai fini della prognosi postuma in esame.

Deve rilevarsi, tuttavia, che anche sotto questo profilo, la prognosi postuma operata dal giudice di appello si fonda su un’erronea valutazione dei dati rappresentati dai comunicati sollecitati da Consob, erroneità che si ricollega alla mancata considerazione della funzione ad essi attribuita dall’art. 114 TUF e delle connotazioni delle informazioni da rendere pubbliche che la disciplina del testo unico delinea: il che conferma come il giudizio di insussistenza del fatto si fondi su un apprezzamento del giudice di merito rispetto al quale sono fondate le censure proposte dai ricorrenti.

5.3. Né in senso contrario può argomentarsi sulla base degli ulteriori rilievi della sentenza impugnata.

Il riferimento ai dati offerti dal consulente della difesa Baldassarre in ordine alla mancata considerazione della “cordata” da parte dei notiziari degli operatori finanziari – oltre ad omettere il puntuale confronto con i numerosi dati riportati dalla sentenza di primo grado a proposito della pubblicazione delle notizie di cui all’imputazione dalla stampa specializzata e, comunque, da agenzie e dalla

stampa nazionale – ripropone, in buona sostanza, la già evidenziata “limitazione” del giudizio di idoneità decettiva in quanto calibrato su determinate categorie di investitori, quelli che, appunto, operano le proprie scelte di investimento sulla scorta delle valutazioni degli operatori finanziari. Al riguardo può solo aggiungersi che, come affermato dalla giurisprudenza di legittimità, il riferimento al paradigma dell’“investitore ragionevole”, ex art. 181, comma 4, TUF viene in rilievo, con riferimento alla fattispecie in esame, quale «ulteriore profilo della “concretezza” su cui articolare il giudizio di “prognosi postuma”, accertativa dell’idoneità alterativa dell’informazione», ma tale riferimento richiama «quell’uomo medio che opera sul pericoloso mercato finanziario con ragionevolezza, non già con una peculiare dotazione di scienza e valendosi di un bagaglio informativo acquisito» (Sez. 5, n. 28932 del 2011, cit.): il che conferma, sotto questo ulteriore profilo, l’erronea prospettiva con la quale la sentenza impugnata ha delineato la figura dell’investitore al quale riferire il giudizio di prognosi postuma.

Circa la partecipazione alla procedura di *Air France* e *Air One*, vale quanto già rilevato *supra* al par. 5.1.

La sentenza impugnata, infine, ha valorizzato il mancato conseguimento di alcun profitto da parte degli imputati, ma – come rilevato dal quarto motivo del ricorso della parte civile Consob - si tratta di un rilievo del tutto inconferente in rapporto agli elementi costitutivi del reato.

5.4. Le conclusioni fin qui raggiunte possono essere così enunciate: la concreta idoneità delle condotte di cui all’art. 185 TUF deve essere accertata, alla luce dei dati fattuali significativi esistenti al momento della condotta, sulla base del criterio della prognosi postuma volto a verificare se – con riferimento all’intera platea degli investitori, nonché alla complessiva situazione di mercato, e valutando anche le iniziative sollecitatorie di Consob a norma dell’art. 114 TUF - gli effetti decettivi dei fatti comunicativi, prevedibili in concreto ed *ex ante* quali conseguenze della condotta dell’agente, sarebbero stati potenzialmente idonei a provocare una sensibile alterazione del prezzo di mercato del titolo rispetto a quello determinato in un corretto processo di formazione del prezzo stesso.

6. In senso contrario non è conferente la nota depositata il 12/10/2018 dalla difesa del coimputato Valori.

Al riguardo, *in limine* va rilevato che, secondo il consolidato orientamento della giurisprudenza di questa Corte, il termine di quindici giorni per il deposito delle memorie difensive, previsto dall’art. 611, cod. proc. pen. relativamente al procedimento in camera di consiglio, è applicabile anche ai procedimenti in udienza pubblica e la sua inosservanza esime la Corte di Cassazione dall’obbligo



di prendere in esame le stesse (Sez. 1, n. 19925 del 04/04/2014, Cutrì, Rv. 259618; conf. Sez. 3, n. 50200 del 28/04/2015, Ciotti, Rv. 265935).

Nel caso di specie, tuttavia, le note hanno avuto ad oggetto altre note e relativi allegati già prodotti alla Corte di appello di Roma, ossia atti già presenti nel fascicolo processuale, rispetto ai quali, dunque, la nota del 12/10/2018 ha, in buona sostanza, richiamato tale documenti all'attenzione della Corte.

Ciò premesso, deve rilevarsi che le deduzioni concernenti il contributo concorsuale di Valori restano del tutto estranee al tema devoluto a questa Corte, mentre quelle relative al *ne bis in idem* trascurano *in toto* di considerare l'evoluzione della giurisprudenza della Corte Edu scandita dalla sentenza della Grande Camera della Corte EDU, 15/11/2016, A. e B. c. Norvegia: evoluzione, alla luce della quale i rilievi difensivi non infirmano le conclusioni raggiunte, sintetizzata dalla Corte costituzionale secondo cui «il *ne bis in idem* convenzionale cessa di agire quale regola inderogabile conseguente alla sola presa d'atto circa la definitività del primo procedimento, ma viene subordinato a un apprezzamento proprio della discrezionalità giudiziaria in ordine al nesso che lega i procedimenti, perché in presenza di una "close connection" è permesso proseguire nel nuovo giudizio ad onta della definizione dell'altro. Inoltre neppure si può continuare a sostenere che il divieto di *bis in idem* convenzionale ha carattere esclusivamente processuale, giacché criterio eminente per affermare o negare il legame materiale è proprio quello relativo all'entità della sanzione complessivamente irrogata» (sentenza n. 43 del 2018).

7. Pertanto, assorbiti gli ulteriori motivi del ricorso della parte civile Consob, la sentenza impugnata deve essere annullata con rinvio per nuovo esame ad altra Sezione della Corte di Roma. Nel quadro dei principi di diritto richiamati, il giudice del rinvio – al quale va rimesso il regolamento delle spese sostenute nel presente grado dalla parte civile - conserva nel merito piena autonomia di giudizio nella ricostruzione dei dati di fatto e nella valutazione di essi (Sez. 1, n. 803 del 10/02/1998, Scuotto, Rv. 210016), potendo procedere ad un nuovo esame del compendio probatorio con il solo limite di non ripetere il vizio rilevato (Sez. 3, n. 7882 del 10/01/2012, Montali, Rv. 252333), fermo restando che il giudice d'appello che riformi in senso assolutorio la sentenza di condanna di primo grado non ha l'obbligo di rinnovare l'istruzione dibattimentale mediante l'esame dei soggetti che hanno reso dichiarazioni ritenute decisive, ma - anche riassumendo, se necessario, la prova dichiarativa decisiva - deve offrire una motivazione puntuale e adeguata, che fornisca una razionale giustificazione della difforme conclusione adottata (Sez. U, n. 14800 del 21/12/2017 - dep. 2018, Troise, Rv. 272430).

P.Q.M.

Annulla la sentenza impugnata con rinvio per nuovo esame ad altra Sezione