

QUESTIONI APERTE

Manipolazione del mercato

La decisione

Manipolazione del mercato - Aggiotaggio manipolativo - Reato di pericolo - Idoneità concreta della condotta - Altri artifici - Prognosi postuma (D.lgs. n. 58 del 1998, art. 185; art. 2637 c.c.).

Deve ritenersi acquisita la natura di reato di pericolo concreto del delitto di aggiotaggio manipolativo, evidenziandosene la natura di reato di mera condotta per la cui integrazione è sufficiente che siano posti in essere comportamenti diretti a cagionare una sensibile alterazione del prezzo degli strumenti finanziari, senza che sia necessario il verificarsi di tale evento. E la valutazione di idoneità dell'azione a mettere in pericolo il bene protetto e produrre gli effetti distorsivi del mercato deve essere svolta applicando il criterio della prognosi postuma.

CASSAZIONE PENALE, SEZIONE QUINTA, 1° dicembre 2017 (ud. 14 settembre 2017) - BRUNO, *Presidente* - BRANCACCIO, *Relatore* - FILIPPI, *P.M. (conf.)* - Banchemo, *ricorrente*.

Manipolazione del mercato: il ruolo dirimente dell'idoneità concreta della condotta nella giurisprudenza di legittimità

La recente pronuncia della Suprema Corte di cassazione, che ci si appresta a commentare, riporta gli esiti ormai consolidati a cui sono approdate dottrina e giurisprudenza maggioritarie in materia di aggiotaggio manipolativo.

The recent judgment of the Supreme Court of cassation, which we are preparing to comment, reports the well-established results that the majority doctrine and jurisprudence have led to in the field of the crime of market manipulation.

SOMMARIO: 1. Premessa. - 2. L'esclusione della sussistenza del reato di aggiotaggio manipolativo per mancanza dell'idoneità concreta della condotta - 3. L'assenza di prova dell'elemento oggettivo nel "caso Unipol" - 4. Considerazioni conclusive.

1.Premessa

Con sentenza depositata il 1° dicembre 2017 (ud. 14 settembre 2017), n. 54300, la Quinta Sezione Penale della Corte di Cassazione, chiamata a decidere in ordine ad una vicenda di manipolazione del mercato, è tornata ad analizzare il delitto previsto dall'art. 185 del d.lgs. n. 58 del 1998 (nel prosieguo "t.u.f."), offrendo al riguardo degli spunti di riflessione non indifferenti.

In particolare, per quanto qui interessa, la pronuncia della Suprema Corte dà conto delle univoche e pacifiche conclusioni cui è pervenuta l'elaborazione

giurisprudenziale circa il reato di aggioaggio¹, fattispecie quest'ultima da tempo oggetto di attenzione da parte della dottrina giuridica, penalistica e non solo, le cui potenzialità in passato sono rimaste perlopiù inesplorate.

2. L'esclusione della sussistenza del reato di aggioaggio manipolativo per mancanza dell'idoneità concreta della condotta

Prima di procedere con l'analisi della succitata sentenza, pare opportuno riportare, sia pur in estrema sintesi, una ricostruzione del caso di specie.

Nella vicenda in esame, l'imputato, un privato cittadino che agiva come "*scalper*"² in borsa, aveva posto in essere una serie di condotte in continuazione tra loro (tra settembre 2007 e luglio 2008), consistite – secondo la tesi accusatoria – in artifici e simulazioni di scambi di titoli azionari, attraverso operazioni incrociate di segno opposto, idonee a provocare una sensibile alterazione del prezzo di strumenti finanziari quotati sul mercato telematico azionario di Milano (MTA), fungendo così da richiamo per gli altri operatori sull'appetibilità dei titoli di volta in volta fittiziamente scambiati. Più specificamente, i titoli scambiati ed oggetto di contestazione erano titoli c.d. "sottili"³, mentre le operazioni incrociate attuate dall'imputato consistevano in vendite ed acquisti con se stesso, operazioni quest'ultime che avrebbero avuto come effetto l'incremento fittizio del volume degli scambi, grazie al c.d. "effetto gregge" (*herd effect*), il quale si produce sul mercato azionario in conseguenza di un'improvvisa esplosione di interesse degli scambi su di un certo titolo senza che sia ben nota la causa.

Se da una parte i giudici di prime cure⁴ emettevano una pronuncia assolutoria, dall'altra parte la Corte d'Appello di Milano⁵, riformando la sentenza di primo grado, dichiarava l'imputato responsabile agli effetti civili del reato di manipolazione del mercato di cui all'art. 185 t.u.f. – per il quale erano nel frattempo maturati i termini di prescrizione –, condannandolo pertanto al risarcimento dei danni in favore dell'appellante Consob, liquidati in via

¹ Per maggiori approfondimenti circa le modifiche che hanno interessato la fattispecie di aggioaggio si veda AMBROSETTI, MEZZETTI, RONCO, *Diritto penale dell'impresa*, Bologna, 2016, 252 ss.; ANTOLISEI, *Manuale di diritto penale. Leggi complementari*, vol. I, Milano, 2013, 501 ss.; MELCHIONDA, *Aggioaggio e manipolazione del mercato*, in *I reati societari. Commentario aggiornato alla legge 28 dicembre 2005 n. 262 sulla tutela del risparmio*, a cura di Lanzi, Cadoppi, Padova, 2007, 241 ss.; ZANNOTTI, *Il nuovo diritto penale dell'economia*, Milano, 2008, 428 ss.

² Vale a dire acquistando e rivendendo titoli nel giro di pochi minuti.

³ Titoli per i quali non si registra normalmente un grande volume di scambi, essendo a bassa capitalizzazione.

⁴ Cfr. Trib. Milano, 5 luglio 2013.

⁵ Cfr. App. Milano, 1° luglio 2016.

equitativa in complessivi cinquantamila euro, nonché alle spese di giudizio e rappresentanza della costituita parte civile per complessivi ottomila euro.

La difesa presentava quindi ricorso in Cassazione, denunciando - tra gli altri motivi del ricorso - l'insussistenza del reato di cui all'art. 185 t.u.f. A tal proposito, il difensore dell'imputato lamentava che la sentenza di condanna impugnata avesse superato i dubbi della pronuncia riformata sulla dimostrazione della connessione tra gli scambi ad incrocio contestati e l'incremento potenziale del prezzo dei titoli scambiati fittiziamente, elemento essenziale ad integrare il delitto di manipolazione del mercato, ritenendo tale connessione esistente e non tenendo conto, tra l'altro, dell'incidenza di analoghe condotte poste in essere da altri operatori o di altri fattori riconducibili al mercato (come ad esempio informazioni sui titoli in crescita). Il difensore sosteneva che non fosse stata raggiunta la prova riguardo l'esistenza di un rapporto causale tra la variazione dei volumi di affari scambiati e l'eventuale, anche solo potenziale, variazione dei prezzi dei titoli oggetto di transazione e chiedeva l'annullamento della sentenza impugnata, poiché ritenuta inidonea ad esprimere quella forza persuasiva superiore rispetto alla sentenza di primo grado riformata, tale da far venir meno ogni ragionevole dubbio sulla colpevolezza dell'imputato.

Ebbene, a giudizio della Corte di cassazione, la qualificazione giuridica attribuita ai fatti dai giudici del Tribunale di Milano deve dirsi corretta; mentre, si rileva l'insufficienza motivazionale della sentenza d'appello impugnata, di talché se ne impone l'annullamento. Ma procediamo per gradi.

Anzitutto, la Suprema Corte svolge talune considerazioni circa la natura della fattispecie delittuosa *de qua*, le quali costituiscono il nucleo fondamentale della pronuncia in commento.

Deve ritenersi acquisito, sottolinea la Corte, che il delitto di aggioaggio (previsto dall'art. 2637 c.c. e dall'art. 185 t.u.f.) sia un reato di pericolo concreto⁶

⁶ È questa l'opinione espressa dalla maggioranza della dottrina. Così, tra gli altri, AMBROSETTI, MEZZETTI, RONCO, *Diritto penale dell'impresa*, cit., 273, secondo cui l'illecito penale in discorso «si pone quale reato di pericolo concreto, dal momento che non sarebbe richiesta, ai fini della integrazione del reato, l'effettiva realizzazione della alterazione sensibile dei prezzi»; FOFFANI, *Art. 185 t.u.f.*, in PALAZZO, PALIERO, *Commentario breve alle leggi penali complementari*, Padova, 2007, 726; MAGRO, *Le manipolazioni e strumenti derivati*, in *Dir. banca, merc. fin.*, 2007, 63; MELCHIONDA, *Aggioaggio e manipolazione del mercato*, in *I reati societari. Commentario aggiornato alla legge 28 dicembre 2005 n. 262 sulla tutela del risparmio*, a cura di Lanzi, Cadoppi, cit., 272 ss.; MUCCIARELLI, *Aggioaggio*, in *Il nuovo diritto penale delle società*, a cura di Alessandri, Milano, 2002, 422; MUSCO, *I nuovi reati societari*, Milano, 2007, 273 ss.; ROSSI, *Le fattispecie penali di aggioaggio e manipolazione del mercato. (Artt. 2637 c.c. e 185 d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58): problemi e prospettive*, in *Studi in onore di Giorgio Marinucci*, a cura di Dolcini, Paliero, Milano, 2006, 2664; ZANNOTTI, *Il nuovo diritto penale dell'economia*, cit., 433. In posizione diversa si pone PREZIOSI, *La manipolazione del mercato nella*

(connotazione esplicita in tal senso è l'adozione dell'avverbio «concretamente») a dolo generico⁷, sicché le condotte alternativamente previste dalla norma incriminatrice, quali la “diffusione di notizie false”, la realizzazione di “operazioni simulate” o “altri artifici”, rilevano penalmente qualora, in base ad un giudizio di prognosi postuma, possano ritenersi concretamente in grado di sviluppare una influenza sulla determinazione dei prezzi, o, in altre parole, presentino caratteristiche tali da far ritenere concreto il rischio di verificazione dell'accadimento tipico previsto dalla norma (l'alterazione dei prezzi rispetto ai corsi di mercato): la soglia della tutela penale viene cioè anticipata alla realizzazione della condotta e non richiede che essa determini la verificazione dell'evento tipico⁸. Per la sussistenza del delitto è dunque irrilevante il prodursi o meno della sensibile alterazione del prezzo, come effetto della condotta decettiva. Detto altrimenti, il reato in questione può sussistere anche senza che la variazione di prezzo si sia concretamente realizzata, in quanto la norma penale tutela anticipatamente l'interesse dell'ordinamento alla corretta formazione del prezzo dello strumento finanziario⁹.

cornice dell'ordinamento comunitario e del diritto penale, Bari, 2008, 211 ss., il quale ritiene, sulla base di un'analisi che muove dallo schema del tentativo compiuto, che l'aggiotaggio configuri un reato di danno e solo in via residuale un reato di pericolo.

⁷ Cfr. ANTOLISEI, *Manuale di diritto penale. Leggi complementari*, cit., 509; SEMINARA, *L'aggiotaggio (art. 2637 c.c.)*, in *I nuovi reati societari: diritto e processo*, a cura di Giarda, Seminara, Padova, 2002, 547. Sull'eventuale punibilità a titolo di dolo eventuale v., in senso critico, MASUCCI, *Abusi di mercato*, in *Questioni fondamentali della parte speciale del diritto penale*, a cura di Fiorella, Torino, 2013, 276.

⁸ In proposito in dottrina cfr. ALIBRANDI, *I reati societari*, Milano, 1993, 210; IADECOLA, LUONGO, *I reati societari*, Padova, 1995, 89; ORSI, *Aggiotaggio: tutelata solo l'economia pubblica*, in *Guida dir.*, 2002, n. 16, 80; ORSI, *Gli “artifici” costitutivi dell'elemento oggettivo dei delitti di aggiotaggio (art. 2637 c.c.) e di manipolazione del mercato (art. 185 t.u.f.)*, in *Riv. trim. dir. pen. econ.*, 2008, 93; SEVERINO DI BENEDETTO, *Art. 138*, in CAPRIGLIONE, *Commentario al testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, Padova, 2001, 1069; SGUBBI, TRIPODI, *La manipolazione del mercato*, in SGUBBI, FONDAROLI, TRIPODI, *Diritto penale del mercato finanziario*, Padova, 2008, 65. In giurisprudenza si veda Cass., Sez. V, 29 gennaio 2016, n. 3971, D.S., in *pluris-cedam.utetgiuridica.it*; Cass., Sez. I, 6 maggio 2015, n. 45347, p.m. in proc. e BBVA, in *Mass. Uff.*, n. 265397; Id., Sez. V, 30 gennaio 2014, n. 4619, p.m. in proc. e Consob, in *Mass. Uff.*, n. 258708; Id., Sez. II, 21 marzo 2013, n. 12989, Consorte ed altri, in *Mass. Uff.*, n. 255527; Id., Sez. V, 20 giugno 2012, n. 40393, Gabetti, in *Mass. Uff.*, n. 253361; Trib. Milano, 31 ottobre 2011; Id., Sez. V, 20 gennaio 2009, n. 2063, Crovetto ed altro, in *Mass. Uff.*, n. 242356.

⁹ Il bene giuridico tutelato dalla norma in esame si identifica nel corretto funzionamento del mercato, inteso come corretta formazione del prezzo degli strumenti finanziari secondo il regolare meccanismo delle leggi di mercato. Sul punto in dottrina v. MELCHIONDA, *Aggiotaggio e manipolazione del mercato*, in *I reati societari. Commentario aggiornato alla legge 28 dicembre 2005 n. 262 sulla tutela del risparmio*, a cura di Lanzi, Cadoppi, cit., 254; ROSSI, *Le fattispecie penali di aggiotaggio e manipolazione del mercato*. (Artt. 2637 c.c. e 185 d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58): *problemi e prospettive*, in *Studi in onore di Giorgio Marinucci*, a cura di Dolcini, Paliero, cit., 73; MASUCCI, *Abusi di mercato*, in *Questioni fondamentali della parte speciale del diritto penale*, a cura di Fiorella, cit., 262 ss. In giurisprudenza cfr. Cass., Sez. V, 29 gennaio 2013, n. 4324, D.S. ed altro, la quale osserva come l'aggiotaggio manipolativo

Dunque, la Cassazione evidenzia la natura di reato di mera condotta dell'aggiotaggio manipolativo, per la cui integrazione è sufficiente che siano posti in essere i comportamenti diretti a cagionare una sensibile alterazione del prezzo degli strumenti finanziari, senza che sia necessario il verificarsi di tale evento¹⁰. La natura concreta del pericolo, specifica la Corte, «esige, perché il reato si perfezioni, la manifestazione fenomenica dell'idoneità dell'azione a provocare quella sensibile alterazione del prezzo degli strumenti finanziari che realizza il contenuto offensivo tipico della fattispecie, consistente nella messa in pericolo dell'interesse protetto rappresentato dal corretto ed efficiente andamento del mercato degli strumenti finanziari e delle operazioni che in esso si svolgono, al fine di garantire che il prezzo del titolo nelle relative transazioni rifletta il suo valore reale ed effettivo e non venga influenzato da atti o fatti artificiosi e fraudolenti¹¹».

Con riferimento alle modalità della condotta, ed in particolar modo alla nozione di "altri artifici", i giudici di legittimità si conformano all'orientamento giurisprudenziale che aderisce ad una concezione estensiva degli artifici, orientamento quest'ultimo secondo il quale l'inganno può essere realizzato anche attraverso «condotte apparentemente lecite, ma che, combinate tra loro, ovvero realizzate in presenza di determinate circostanze di tempo e di luogo, intenzionalmente realizzino una distorsione del gioco della domanda e dell'offerta in modo tale che il pubblico degli investitori sia indotto in errore circa lo spontaneo e corretto processo di formazione dei prezzi; ed influenzare ingannevolmente la formazione del prezzo lede l'integrità del mercato perché interferisce sulla rappresentazione del reale valore del titolo trattato¹²».

sia un «esemplare di quei reati di pericolo nei quali quest'ultimo è incluso nella fattispecie incriminatrice, essendo pertanto oggetto di accertamento in concreto, ma non quale risultato causale della condotta, bensì come modalità pericolosa della stessa nei confronti dell'interesse tutelato», in *Giur. it.*, 2013, 1641 ss., con nota di DEBERNARDI, *Osservazioni sull'aggiotaggio c.d. manipolativo*.

¹⁰ La natura di reato di pericolo della fattispecie che ci occupa comporta che la stessa si consumi con la realizzazione delle condotte, rimanendo per l'appunto irrilevante l'effettiva verifica degli eventi di pericolo. E trattandosi, normalmente, di condotte che implicano un *iter criminis* di una certa complessità, una parte della dottrina ritiene configurabile il tentativo (così SEMINARA, *L'aggiotaggio (art. 2637 c.c.)*, in *I nuovi reati societari: diritto e processo*, a cura di Giarda, Seminara, cit., 567), a fronte di una opposta impostazione che, fondandosi sulla preoccupante eccessiva anticipazione della soglia della punibilità, ne nega - giustamente - la configurabilità (in questo senso si veda MELCHIONDA, *Aggiotaggio e manipolazione del mercato*, in *I reati societari. Commentario aggiornato alla legge 28 dicembre 2005 n. 262 sulla tutela del risparmio*, a cura di Lanzi, Cadoppi, cit., 283; MUCCIARELLI, *Aggiotaggio*, in *Il nuovo diritto penale delle società*, a cura di Alessandri, cit., 436 ss.).

¹¹ Così Cass., Sez. V, 1° dicembre 2017, n. 54300, Banchemo, in *pluris-cedam.utetgiuridica.it*.

¹² Cfr. Trib. Milano, 11 novembre 2002, in *Riv. trim. dir. pen. ec.*, 2003, 747; App. Milano, 17 marzo 2004, in *Foro ambr.*, 2005, 5009; Cass., Sez. V, 17 dicembre 2004, in *Banca borsa, tit. cred.*, 2006, 265; dello stesso avviso Cass., Sez. V, 2 ottobre 2008, n. 2063, C.A. ed altri, in *Cass. pen.*, 2010, 1920; non-

Pertanto, artificiosità non significa necessariamente illiceità intrinseca dei mezzi utilizzati, posto che il risultato può essere raggiunto anche con strumenti di per sé leciti¹³. Dello stesso avviso è la dottrina maggioritaria, la quale ritiene che la nozione di artificio sia una nozione “relativa”, che non inerisce necessariamente ad un certo tipo di condotta e che si riscontra per l'appunto ricostruendo la “manovra” in tutti i suoi passaggi, collocandola nel suo contesto ambientale¹⁴.

L'accertamento circa la concreta idoneità delle condotte tipiche a provocare, in misura sensibile¹⁵, l'alterazione del prezzo¹⁶ di strumenti finanziari costitui-

ché, più di recente, Cass., Sez. V, 20 gennaio 2009, cit., secondo cui «in tema di manipolazione del mercato, un mezzo in sé non illecito può integrare la nozione di “altri artifizii” idonei a provocare una sensibile alterazione del prezzo di strumenti finanziari qualora sia obiettivamente artificioso, ossia posto in essere con modalità dell'azione tali, per ragioni di modo, di tempo e di luogo, da alterare il normale gioco della domanda e dell'offerta, non essendo sufficiente che esso sia diretto al fine di turbare il mercato», in *Cass. pen.*, 2010, fasc. 5, sez. 4, 1930, con nota di CASTELLABATE, *Operazioni manipolative del mercato finanziario ed operazioni lecite: sui problematici confini tra testo e contesto*.

¹³ Cfr. AMBROSETTI, MEZZETTI, RONCO, *Diritto penale dell'impresa*, cit., 272; ANTOLISEI, *Manuale di diritto penale. Parte speciale*, vol. II, Milano, 2000, 650, sostenitore quest'ultimo della concezione estensiva degli artifizii, le cui parole meritano una riflessione: «Non si richiede che i mezzi siano per se stessi fraudolenti [...] soprattutto perché, ove la nozione restrittiva fosse accolta, l'aggiotaggio non sarebbe quasi mai punito e l'incriminazione svanirebbe nel nulla. Gli speculatori di borsa, infatti, non sono così ingenui da ricorrere a mezzi di per sé illeciti per compiere aggiotaggio; essi possono attuarle, e di solito le attuano, con mezzi regolari, mascherando i loro piani con vari accorgimenti, come quello di frazionare notevolmente le operazioni, servirsi di più agenti di cambio, procedere ad acquisti o vendite in tempi ed in piazze diverse, far figurare terze persone o enti bancari, compiere contemporaneamente operazioni contrarie, ecc.».

¹⁴ V. MUCCIARELLI, *Altri artifizii: una (controversa) modalità di realizzazione del delitto di manipolazione del mercato*, in *Studi in onore di Mario Romano*, Napoli, 2011, 2042, secondo cui «in assenza di note decettive deducibili anche soltanto dal complesso di operazioni (per sé lecite) poste in essere, il fatto non è tipico ex art. 185 t.u.f., qualunque sia lo scopo perseguito dall'agente»; PEDRAZZI, *Problemi del delitto di aggiotaggio*, Milano, 1958, ora anche in ID., *Diritto penale*, vol. IV, *Scritti di diritto penale dell'economia*, Milano, 2003, 71 ss.; ROSSI, *Le fattispecie penali di aggiotaggio e manipolazione del mercato. (Artt. 2637 c.c. e 185 d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58): problemi e prospettive*, in *Studi in onore di Giorgio Marinucci*, a cura di Dolcini, Paliero, cit., 2663; SEMINARA, *L'aggiotaggio (art. 2637 c.c.)*, in *I nuovi reati societari: diritto e processo*, a cura di Giarda, Seminara, cit., 555. In senso critico si pone, invece, PREZIOSI, *La manipolazione del mercato nella cornice dell'ordinamento comunitario e del diritto penale*, cit., secondo il quale «mai [...] si può considerare frodatoria la condotta che consista nella mera esecuzione di operazioni di per sé lecite, seppure realizzate in violazione di regole di disciplina del mercato in ordine alle operazioni di negoziazione».

¹⁵ Per quanto riguarda il significato della parola “sensibile” si veda Cass., Sez. V, 30 gennaio 2014, cit., secondo la quale l'aggettivo in esame non può richiamare un valore fisso, valido per tutti i casi, ma esprime un concetto elastico, commisurabile alla particolare condizione del caso ed alla natura dello strumento su cui l'operatore va ad incidere.

¹⁶ Sul concetto di “alterazione” cfr. Cass., Sez. V, 30 gennaio 2014, cit., la quale chiarisce come l'alterazione presa in esame dalla norma penale sia quella che risulta dal raffronto tra il corretto valore di mercato, cioè quello che si sarebbe determinato in un regime di normale contrattazione senza la presenza di condotte artificiose ed i valori raggiunti dal titolo o, meglio, gli effetti potenzialmente modi-

sce un'attività complessa, che deve fondarsi su di un giudizio di prognosi postuma, ovvero su un giudizio *ex ante* sulla condotta dell'agente alla luce della situazione del mercato nella quale la stessa viene ad incidere. Il giudice dovrà prendere in considerazione tutti i fattori esistenti al momento del fatto capaci di comunicare l'attitudine della condotta a porre in pericolo il bene tutelato: in particolar modo, si dovrà tenere conto di vari elementi come la congiuntura di mercato in cui l'azione si è svolta, i mezzi impiegati per realizzare la condotta di riferimento, le caratteristiche del titolo oggetto della manovra fraudolenta, il volume delle negoziazioni che hanno avuto ad oggetto lo strumento finanziario ed ogni altro fattore idoneo ad alterare l'equilibrio delle contrattazioni ovvero ad innescare meccanismi "reattivi" nei risparmiatori¹⁷. Si dovrà, invece, prescindere dagli avvenimenti successivi, con la conseguenza che il delitto di agiotaggio potrà essere escluso dal giudice anche in presenza dell'evento medesimo, rilevando la verifica di quest'ultimo al più quale elemento indiziante, ma non già come prova dell'idoneità della condotta¹⁸.

A ben vedere, infatti, il pericolo altro non è che un giudizio prognostico necessariamente rivolto al futuro, come tale insuscettibile di una autonoma "esistenza" al di fuori della condotta che lo esprime. La condotta pericolosa non determina alcuna variazione nella realtà fenomenica se non quella prodotta dalla condotta medesima: quando la potenzialità offensiva (che corrisponde al giudizio prognostico) dovesse concretizzarsi, il pericolo di lesione al bene giuridico cesserebbe (in altri termini: la prognosi troverebbe conferma) e si assisterebbe alla effettiva lesione del bene protetto. Orbene, nel reato previsto dall'art. 185 t.u.f. il requisito della pericolosità accede esclusivamente alla condotta e, qualora quest'ultima abbia effettivamente spiegato la propria idoneità alterativa, si sarà in presenza dell'effetto della condotta (la concreta alte-

ficativi del valore dello strumento finanziario prevedibili *ex ante* in conseguenza della condotta tenuta dall'operatore.

¹⁷ Sul punto si veda AMBROSETTI, MEZZETTI, RONCO, *Diritto penale dell'impresa*, cit., 273, secondo cui «il pericolo per il bene dovrà comunque effettivamente sussistere, costituendo elemento tipico del reato; pertanto, se ne dovrà accertare in ogni caso la concreta esistenza. Così, l'interprete dovrà, sulla base di una valutazione prognostica, considerare tutte le circostanze del caso concreto (ad esempio le condizioni del mercato finanziario, i mezzi utilizzati, le caratteristiche del titolo, il volume delle operazioni che lo hanno interessato, il lasso temporale in cui è avvenuta l'operazione) presenti nel momento in cui il soggetto agente ha posto in essere quel comportamento, per accertare se esso era idoneo a mettere in pericolo il bene giuridico tutelato dalla norma incriminatrice, ovvero a produrre l'alterazione del prezzo degli strumenti finanziari. Tale alterazione sarà verificata utilizzando come parametro di riferimento l'andamento del titolo, per cui potranno avere rilevanza giuridica non solo gli incrementi o le diminuzioni, ma anche le stabilizzazioni o quelle operazioni volte a neutralizzarne altre»; ANTOLISEI, *Manuale di diritto penale. Leggi complementari*, cit., 525; MUCCIARELLI, *Agiotaggio*, in *Il nuovo diritto penale delle società*, a cura di Alessandri, cit., 431; MUSCO, *I nuovi reati societari*, cit., 282 ss.

¹⁸ Cfr. GIUNTA, *Lineamenti di diritto penale dell'economia*, Torino, 2004, 338 ss.

razione del prezzo di strumenti finanziari). Dunque, riportando le parole di autorevole dottrina, «quello che si presenta come evento (di pericolo) si rivela in realtà come uno pseudo-evento, mera amplificazione verbale della sola condotta, che nella condotta si dissolve¹⁹».

La Suprema Corte indica chiaramente come elemento della fattispecie del reato di aggio manipolativo sia l'idoneità *ex ante* della condotta posta in essere a determinare una sensibile alterazione del prezzo degli strumenti finanziari, sicché l'indagine del giudice deve essere diretta all'accertamento in tal senso; e precisa che, in ogni caso, la verifica *ex post* dell'effettiva realizzazione di tale alterazione può costituire un elemento sintomatico di tale idoneità in concreto. Di conseguenza, l'assenza di prova dell'idoneità concreta della condotta - e non già il mancato verificarsi dell'evento della sensibile alterazione del prezzo degli strumenti finanziari - e quindi la determinazione di insussistenza della prova dell'elemento oggettivo del reato non può che condurre ad un epilogo assolutorio.

In definitiva, nel delitto di aggio l'elemento costitutivo del reato è rappresentato dalla condotta e dalla sua idoneità a produrre determinati effetti, indipendentemente dal fatto che questi si siano o meno verificati. In nessun caso, infatti, è sufficiente l'analisi degli effetti prodotti, i quali, se da un lato sono idonei ad alleggerire (ma non ad eliminare) per l'accusa la prova della idoneità della condotta, dall'altro non sono necessariamente correlati al presumibile (*ex ante*) sviluppo della stessa. In altre parole, vi può essere la sussistenza del reato anche se nessuna alterazione si sia prodotta nel mercato, qualora la condotta fosse *ex ante* idonea a produrla (ed essa non si sia verificata, ad esempio, per la presenza di un fattore concomitante ed imprevedibile, non conosciuto dall'agente, che ne ha neutralizzato la portata); analogamente, il reato può ipoteticamente ritenersi non integrato qualora la condotta dovesse ritenersi *ex ante* non idonea e vi siano state tuttavia alterazioni sensibili nel prezzo degli strumenti finanziari (anche se si tratta di ipotesi scolastica, di difficile riscontro nella realtà)²⁰.

Ciò posto, la Corte afferma che la sentenza assolutoria del Tribunale di Milano «ha correttamente inquadrato il reato di cui al d.lgs. n. 58 del 1998, art. 185 tra quelli di mera condotta, sottolineando la necessità che, in ogni caso, questa sia realizzata con modalità tali da rendere concreta la possibilità del

¹⁹ Così PALIERO, *Nuove prospettive degli abusi di mercato*, in *La crisi finanziaria: banche, regolatori, sanzioni*, Atti del Convegno a cura del Centro Nazionale di Prevenzione e Difesa Sociale, Milano, 2010, 65 ss.

²⁰ Cfr. Cass., Sez. V, 29 gennaio 2016, cit.; Id., Sez. V, 30 gennaio 2014, cit.; Id., Sez. II, 21 marzo 2013, cit.

verificarsi, in conseguenza della stessa, di una “sensibile” alterazione del prezzo dei titoli, benché tale evento effettivo non sia necessario ai fini della configurabilità del reato²¹».

La Corte di legittimità si sofferma poi sulla assenza di prova, nel caso di specie, della sussistenza dell'elemento di natura oggettiva, necessario ad integrare il reato di aggio, costituito per l'appunto dall'idoneità concreta della condotta a provocare un'alterazione sensibile del prezzo degli strumenti finanziari. Al riguardo, il Tribunale ha ritagliato precisamente le ragioni in base alle quali non riteneva raggiunta la prova sufficiente della responsabilità dell'imputato per le condotte ascrittegli, non essendo provata la loro idoneità concreta a determinare una alterazione del prezzo degli strumenti finanziari “manipolati”, mettendo in evidenza in tal senso: l'insufficienza complessiva dei dati ricavabili dall'andamento dei prezzi e dei titoli nei giorni in contestazione, la mancanza di un'analisi di tali dati che ponesse in collegamento sicuro questi ultimi con l'azione dell'imputato, nonché l'equivocità dei dati singolarmente considerati e nel loro complesso. In proposito basti pensare non solo che, dalle tabelle stilate dallo stesso ufficio per gli abusi di mercato, l'andamento dei volumi d'affari e dei prezzi dei titoli mostrava un indice in crescita già prima dell'intervento dell'imputato con le sue operazioni incrociate, cosicché non era possibile collegare tale incremento alla diretta incidenza dell'attività dello stesso, ma anche che, in diversi casi, i titoli oggetto degli scambi incrociati da parte dell'imputato non facevano registrare maggiori scambi complessivi nel giorno di maggior operatività di quest'ultimo, rispetto ai giorni di sua inoperatività.

Pertanto, la Suprema Corte conferma l'importanza decisiva attribuita dal giudice di primo grado all'assenza di prova della sussistenza dell'elemento oggettivo del reato di aggio, escludendo che la condotta posta in essere dall'imputato potesse ritenersi idonea in concreto a determinare un effetto decettivo nei confronti degli altri partecipanti al mercato circa l'esistenza di un rilevante interesse alle negoziazioni di un titolo, dal quale discende la possibile, sensibile alterazione del suo prezzo.

Per contro, continua la Cassazione, il percorso motivazionale d'appello si riduce ad una nuova esposizione delle acquisizioni probatorie documentali e testimoniali già analizzate in primo grado, «senza individuare reali punti di debolezza delle ragioni assolutorie e, soprattutto, senza indicare una migliore strada argomentativa per le ragioni di accertamento della responsabilità, a fronte, invece, di una motivazione assolutoria di primo grado specifica e dota-

²¹ Cfr. Cass., Sez. V, 1° dicembre 2017, cit.

ta di coerenza sul piano logico²²». Detto altrimenti, la motivazione della Corte d'Appello, letta in relazione a quella di primo grado, non appare alla Suprema Corte convincente, rilevata la necessità di una sua struttura rafforzata per ribaltare la sentenza del primo giudice, la quale invece si caratterizza per argomentare logico e preciso²³.

I dati fattuali già posti in evidenza dal Tribunale venivano da quest'ultimo esaminati, senza tuttavia superare, in quella sede, il vaglio di idoneità a costituire prova della sussistenza dell'elemento oggettivo del reato di aggioaggio manipolativo da parte dell'imputato, né la Corte territoriale forniva, al riguardo, una motivazione, in chiave accusatoria, più persuasiva di quella di assoluzione.

Inoltre, a fronte della critica della Corte d'Appello al criterio utilizzato nella sentenza riformata per desumere la concreta idoneità della condotta a provocare l'alterazione dei prezzi dei titoli, scambiati artificiosamente secondo l'accusa, la Cassazione ribadisce come il giudice di primo grado abbia, invece, correttamente applicato il criterio della prognosi postuma allineandosi con quanto affermato dalla giurisprudenza di legittimità, la quale ha definito la verifica *ex post* sulla effettiva alterazione dei titoli un elemento sintomatico (quasi un "test") della idoneità *ex ante* della condotta a determinare la sensibile alterazione del prezzo dei titoli quotati in borsa, senza che ciò significhi negare la natura di reato di pura condotta della previsione regolatrice della manipolazione del mercato. Infatti, il giudice di primo grado ha utilizzato l'analisi delle variazioni di volume di scambi e prezzi dei titoli realmente avvenute, nelle giornate in contestazione ed in quelle in cui l'imputato non aveva operato, quale dato fattuale che può e deve essere considerato nella prognosi *ex ante* di idoneità delle condotte ad alterare sensibilmente il prezzo dei titoli finanziari quotati in borsa, e non già per ricercare un evento non richiesto dalla norma come elemento della fattispecie penale.

Così la Cassazione, avendo verificato che gli elementi probatori posti a base della decisione di primo grado erano stati valutati seguendo le regole della logica e secondo linee argomentative adeguate, che rendevano giustificate, sul piano della consequenzialità, le conclusioni tratte circa la ritenuta insussisten-

²² Cfr. Cass., Sez. V, 1° dicembre 2017, cit.

²³ Circa la necessità di una motivazione rafforzata del giudice di appello v. Cass., Sez. VI, 3 novembre 2011, n. 40159, Galante, in *Mass. Uff.*, n. 251066; Id., Sez. VI, 10 luglio 2012, n. 46847, Aimone, in *Mass. Uff.*, n. 253718; Cass., Sez. VI, 22 ottobre 2013, n. 45203, Paparo, in *Mass. Uff.*, n. 256869; Cass., Sez. I, 5 dicembre 2013, n. 12273, Ciaramella, in *Mass. Uff.*, n. 262221; più di recente, Cass., sez. un., 28 aprile 2016, n. 27620, Dasgupta, in *Mass. Uff.*, n. 267489; confermate da Cass., sez. un., 19 gennaio 2017, n. 18620, Patalano, in *Mass. Uff.*, n. 269787.

za della capacità concreta delle condotte ascritte all'imputato di provocare quella sensibile alterazione dei prezzi dei titoli, necessaria ad integrare il reato di aggioaggio, annullava la sentenza impugnata, con rinvio al giudice civile competente per valore in grado d'appello.

3.L'assenza di prova dell'elemento oggettivo nel "caso Unipol"

A conclusione del presente contributo, per ragioni di maggior completezza, si richiama il ben noto "caso Unipol" relativo alla c.d. scalata BNL, conclusosi con sentenza definitiva di assoluzione nel 2015. La sentenza Unipol²⁴, peraltro richiamata dalla pronuncia sovraesposta, costituisce anch'essa un esempio interessante di come la Corte di legittimità abbia attribuito un ruolo decisivo all'insussistenza dell'idoneità concreta della condotta per addivenire ad una soluzione in chiave assolutoria del caso concreto.

Senza riproporre la narrazione che sta alla base della sentenza – relativa a fatti ampiamente conosciuti e già oggetto di numerosi commenti²⁵ –, ci si limiterà a richiamare lo snodo nevralgico della sentenza stessa.

In tal caso la Suprema Corte conferma la sentenza assolutoria emessa nel processo d'appello *bis*, rigettando i ricorsi proposti allora dal Procuratore Generale presso la Corte d'Appello di Milano e dalla parte civile Banco di Bilbao.

In particolar modo, la Cassazione ribadisce il ruolo dirimente attribuito dal giudice del rinvio, nella sentenza d'appello *bis*, all'assenza di prova della sussistenza dell'elemento oggettivo del reato di aggioaggio. Anzi, aderendo a quanto esplicitato dalla Corte territoriale, la Suprema Corte sostiene che, sulla base di un giudizio controfattuale, una condotta diversa degli imputati – rispetto a quelle descritte nell'imputazione come dirette ad ingannare sul piano informativo o a manipolare altrimenti in modo artificioso il mercato – non avrebbe comportato un differente atteggiarsi del prezzo del titolo BNL nelle contrattazioni, posto che esso era invece rimasto sempre tendenzialmente stabile, ed anzi caratterizzato nell'intero periodo da un andamento rialzista, mantenendosi costantemente superiore, in modo sensibile, al valore di cambio implicito nella OPS del Banco di Bilbao (che prevedeva uno scambio

²⁴ Si veda Cass., Sez. I, 6 maggio 2015, cit.

²⁵ In proposito v. *'Scalata' di BNL e manipolazione del mercato: le motivazioni della sentenza Unipol*, in www.penalecontemporaneo.it; *Caso Unipol: la Cassazione annulla con rinvio la sentenza della Corte d'Appello di Milano*, in www.penalecontemporaneo.it; ACCINNI, *Opa obbligatoria e condotta "artificiosa" nel reato di aggioaggio c.d. "manipolativo"*, in *Riv. soc.* 2006, 56 ss.; MAGRO, *Informazioni finanziarie false e tutela penale del mercato*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2012, n. 3, 79 ss.; nonché Trib. Milano, 31 ottobre 2011; App. Milano, 30 maggio 2012.

di titoli azionari e non il loro acquisto per contanti), sia prima che dopo l'inizio delle condotte informative ed acquisitive di Unipol finalizzate alla controscalata della BNL. Tutto ciò, specifica la Corte, «riflettendo la percezione diffusa del mercato in ordine alla probabilità elevata dell'ingresso in campo di un altro soggetto interessato ad acquisire il controllo della banca italiana, e alla conseguente aspettativa generale del lancio di un'offerta di acquisto concorrente con quella della banca spagnola²⁶».

Dunque la Corte di legittimità, nel caso di specie, esclude che si fosse determinato un pericolo concreto di alterazione del valore dell'azione BNL sul mercato, in quanto il prezzo del titolo era rimasto sempre stabilmente superiore, e con tendenza al rialzo, rispetto al valore di concambio previsto dall'OPS del Banco di Bilbao, ancor prima dell'inizio della controscalata di Unipol e delle notizie inveritiere della stessa diffuse sulle finalità delle sue acquisizioni, e ciò in ragione sia della scarsa appetibilità dell'offerta di acquisto formulata dalla banca spagnola, sia della generale aspettativa, diffusa nel mercato, dell'intervento di un altro competitore interessato all'acquisizione di BNL, a prescindere dalla sua individuazione in Unipol. Pertanto, l'andamento del valore del titolo non era stato distorto dal falso quadro informativo offerto da Unipol sulla quota della sua reale partecipazione in BNL, posto che gli aspetti salienti della sua strategia acquisitiva erano stati esattamente percepiti dagli operatori interessati, come confermato dal fatto che il prezzo del titolo era rimasto stabile anche all'annuncio che Unipol doveva lanciare l'OPA obbligatoria.

In sostanza, l'esistenza di un quadro cognitivo in parte falsato dalle informazioni diffuse da Unipol e dalle condotte poste in essere dai suoi vertici, in concorso – secondo la tesi accusatoria – con gli altri imputati, per occultare le reali dimensioni della partecipazione acquisita (direttamente o indirettamente) nel capitale azionario della BNL, «non si è rivelata [...] in grado di incidere in modo concreto sulla consapevolezza autonomamente acquisita dal mercato, e dagli investitori in esso operanti, dell'effettiva discesa in campo della cordata capeggiata da Unipol per contrastare la OPS del Banco di Bilbao e della (conseguente) sussistenza delle premesse per il futuro lancio di un'OPA obbligatoria, così da escludere, secondo un giudizio formulato *ex ante* sulla base del criterio della prognosi postuma, l'idoneità di un simile quadro a produrre un effetto distorsivo del mercato e del valore finanziario del titolo BNL, il cui prezzo si era infatti mantenuto stabilmente votato al rialzo, seguendo un andamento regolare e costante privo delle oscillazioni e degli strappi necessari

²⁶ Cfr. Cass., Sez. I, 6 maggio 2015, cit.

ad integrare [...] quella “sensibile alterazione” richiesta per la perfezione dell’elemento costitutivo del reato di cui al d.lgs. n. 58 del 1998, art. 185²⁷».

In conclusione, quindi, l’andamento stabile e lineare del titolo BNL, verificatosi anche in seguito all’annuncio dell’OPA obbligatoria da parte di Unipol, non aveva fatto altro che confermare come l’intervento di un altro competitore interessato all’acquisizione di BNL fosse un evento atteso dagli investitori e, in definitiva, noto al mercato. Dunque, la Corte di legittimità corrobora le proprie conclusioni – con una evidente forzatura – sul fatto, “decisivo” al fine di escludere la sussistenza del reato di aggio, che il mercato avesse recepito compiutamente la strategia operativa di Unipol, cogliendone autonomamente gli aspetti salienti, così da essere in grado di ponderare ed orientare le proprie scelte a prescindere dalle condotte manipolative che fossero state poste in essere dai vertici di Unipol col concorso – ipotizzato – degli esponenti del c.d. contropatto, e da escludere, di conseguenza, che il prezzo del titolo BNL potesse dipendere o essere condizionato da variabili diverse da quelle obiettivamente rispondenti al gioco ordinario della domanda e dell’offerta.

Ebbene, nel caso in esame è stata così esclusa l’attitudine della condotta degli imputati a produrre un’alterazione sensibile del prezzo del titolo BNL, in quanto ritenuta non idonea a porre in concreto pericolo l’interesse protetto del corretto ed efficiente andamento del mercato degli strumenti finanziari. Tale esclusione è avvenuta tenendo conto delle concrete circostanze del caso e, più specificamente, facendo leva sulla percezione diffusa del mercato circa la strategia operata da Unipol: fatto quest’ultimo che, sebbene abbia lasciato intravedere un tentativo di forzatura nella motivazione della sentenza, è stato ritenuto “decisivo” per la conferma del proscioglimento degli imputati.

4. Considerazioni conclusive

Sulla scorta di quanto sin qui esposto, è agevole constatare come la decisione della Suprema Corte che ci ha occupato (nonché la pronuncia Unipol susseguente) costituisca una valida dimostrazione di come esista tutta una serie fenomenologica di prassi alquanto variegata e flessibile, la cui dannosità o meno può trarsi solo assumendo una chiave di lettura non inquadrabile in tipi rigidi. I divieti delle pratiche abusive, infatti, trovano ragione giustificativa nella valutazione concreta della dannosità di talune tipologie di comportamenti economici di natura assai variabile e disomogenea, spesso mimetizzati tra condotte lecite che, in forza di determinate condizioni fattuali, e spesso solo alla luce di una valutazione complessiva ed *ex post*, è possibile ritenere che abbiano

²⁷ Così Cass., Sez. I, 6 maggio 2015, cit.

inciso sull'equilibrio complessivo del mercato, in quanto interferenti su quel meccanismo di proiezioni ed aspettative reciproche proprio del mercato finanziario²⁸.

Il *proprium* della fattispecie delittuosa dell'aggiotaggio manipolativo sarebbe quello di far apparire una situazione di mercato differente da quella reale, con conseguente disorientamento degli operatori, fino a quando la "manovra" esaurisca i suoi effetti: ma siffatta valenza ingannatoria non richiede l'utilizzazione di una determinata tipologia di strumenti operativi o la necessaria presenza di note immanenti alla condotta, potendosi desumere anche dalle modalità realizzative di quest'ultima, nonché dalla valutazione del quadro complessivo in cui essa per l'appunto si inserisce²⁹. Dunque, ogni condotta, per quanto lecita e veritiera, potrebbe assumere natura fraudolenta a seguito di una globale valutazione *ex post* basata sulle conseguenze dell'esito finale.

Invero, appare evidente come la questione della natura artificiosa e decettiva del complesso di operazioni immesse nel mercato dipenda non da una preconcetta e stereotipata classificazione, bensì da una osservazione precisa calata nel contesto reale del mercato finanziario. Detto altrimenti, risulta meritevole di sanzione penale quella condotta - anche lecita e a prescindere dalla sua intrinseca ed obiettiva antiigiuridicità - che non solo sia dotata di attitudine decettiva ad ampio raggio, volta a condizionare il comportamento di ampie cerchie di operazioni in relazione alle sue modalità concrete di verifica, ma che abbia anche - e soprattutto - in concreto sortito un pericolo di oscillazione dei prezzi anomalo (ovvero un mantenimento forzato ed innaturale dei prezzi³⁰) non derivante appunto dai normali meccanismi di mercato.

Allo stesso tempo si rileva come, con riferimento alla fattispecie di manipolazione del mercato, possano venire in considerazione problemi in termini di determinatezza: basti pensare, da un lato, alla propensione degli strumenti finanziari a recepire gli influssi dei fenomeni circostanti più eterogenei, dall'altro lato al parametro quantitativo della "sensibilità" della variazione, che

²⁸ Cfr. BACCO, *Il delitto di aggiotaggio manipolativo: tensioni interpretative ed innovazioni sistemiche nella difficile repressione delle manipolazioni "mascherate"*, in *Giur. merito*, 2008, 2298; MUCCIARELLI, *Altri artifici: una (controversa) modalità di realizzazione del delitto di manipolazione del mercato*, in *Studi in onore di Mario Romano*, cit., 2025; ORSI, *Gli "artifici" costitutivi dell'elemento oggettivo dei delitti di aggiotaggio (art. 2637 c.c.) e di manipolazione del mercato (art. 185 t.u.f.)*, in *Riv. trim. dir. pen. econ.*, cit., 93; PEDRAZZI, *Problemi del delitto di aggiotaggio*, cit., 77.

²⁹ Cfr. FOFFANI, *Art. 2637 c.c.*, in PALAZZO, PALIERO, *Commentario breve alle leggi penali complementari*, cit., 2548.

³⁰ Cfr. ANTOLISEI, *Manuale di diritto penale. Parte speciale*, cit., 166 ss. Dottrina e giurisprudenza sono concordi nel ritenere che il concetto di "alterazione" comprenda tanto gli aumenti e le diminuzioni che il mantenimento forzato e fraudolento dei prezzi ad un determinato livello, se sensibilmente diverso da quello che si raggiungerebbe qualora si lasciassero operare liberamente le dinamiche del mercato.

conferisce al giudice un ampio potere discrezionale³¹. L'accertamento del pericolo di alterazione del prezzo degli strumenti finanziari e, quindi, il vaglio dell'idoneità concreta della condotta posta in essere dal soggetto agente ad alterare sensibilmente il prezzo di titoli finanziari rappresenta senza dubbio uno degli aspetti più problematici, o meglio complessi della fattispecie in discorso.

A tal proposito, infatti, parte della dottrina non ha mancato di sollevare talune perplessità circa la formulazione del testo legislativo, lamentando una «grave indeterminatezza dell'evento descritto dal Legislatore», nonché una incertezza del reato *de quo* nella sua prospettiva empirico-criminologica, «vuoi con riferimento al grado di alterazione del prezzo (sensibile alterazione), vuoi con riguardo alla natura stessa dell'evento, l'alterazione, posto che la caratteristica dei mercati finanziari, come è noto, è rappresentata proprio dalla continua e sensibile modificazione dei prezzi³²». Orbene, sul punto non si può che replicare come, invece, soccorra il criterio della prognosi postuma sopra meglio descritto, criterio fornitoci dalla giurisprudenza di merito e di legittimità (ed utilizzato, come visto in precedenza, nel caso oggetto del presente contributo nonché nel caso Unipol) per accertare la sussistenza del pericolo concreto di alterazione del prezzo dei titoli, il quale va “parametrato” al caso concreto, dovendosi tenere conto di tutti i fattori esistenti al momento del fatto e tali da esprimere in maniera apprezzabile l'attitudine delle condotte a porre in pericolo il bene protetto.

Dunque, l'*iter* interpretativo del giudice si risolverà in un successivo “riesame” delle condotte e del complessivo panorama d'azione: le conclusioni dell'organo giudicante, infatti, non dovranno costituire il frutto di un'analisi condotta sulle singole operazioni separatamente e di per sé considerate, in quanto si impone una valutazione complessiva delle operazioni medesime, poiché, come sottolineato proprio dalla Cassazione nella sentenza sovraesposta, «la logica dell'agiotaggio manipolativo si manifesta nella loro pluralità, sequenza e connessione³³».

ELISABETTA CAIA

³¹ Cfr. MUSCO, *I nuovi reati societari*, cit., 282.

³² In questi termini v. PREZIOSI, *L'agiotaggio*, in *Reati societari*, Torino, 2005, 470.

³³ Cfr. Cass., Sez. V, 1° dicembre 2017, cit.

ARCHIVIO PENALE 2018, n. 2