

## La responsabilità penale nei derivati sottoscritti dalle pubbliche amministrazioni

di *Lorenzo Nicolò Meazza*

**Sommario** 1. I contratti derivati (brevi cenni). – 1.1. Definizione di contratti derivati. – 1.2. Inquadramento normativo. – 1.3. Forma contrattuale e tipologie. – 2. La truffa nei derivati. – 2.1. Artifici, raggiri e induzione in errore. – 2.1.1. Costi occulti o impliciti. – 2.2. Disposizione patrimoniale. – 2.3. Danno. – 2.4. Ingiusto profitto. – 2.5. Truffa ed elemento soggettivo. – 3. L'usura nei derivati. – 3.1. Cenni introduttivi: usura presunta, usura concreta e usura sopravvenuta. – 3.2. Configurabilità dell'usura a mezzo derivati. – 3.3. Rinegoziazione del derivato e usura. – 3.4. Swap accessorio e usura. – 3.5. Usura ed elemento soggettivo. – 4. Enti pubblici e finanza derivata. – 4.1. Disciplina di accesso degli enti pubblici ai derivati e profili critici. – 4.2. Casistica giurisprudenziale. – 4.2.1. I derivati dei Comuni di Messina e Taormina. – 4.2.2. I derivati del Comune di Orvieto. – 4.2.3. Derivati e usura, la sentenza del Tribunale di Alessandria. – 4.2.4. I derivati del Comune di Milano. – 4.2.5. I derivati della Regione Sicilia. – 5. Inganno ed errore nella stipulazione dei derivati.

### 1. I CONTRATTI DERIVATI (BREVI CENNI)

#### 1.1. Definizione di contratti derivati

Non è semplice l'opera definitoria atta a inquadrare i contratti derivati. Per il vero, la ricerca di una definizione non è strettamente fondamentale per l'operatore penalistico, il quale si interrogherà maggiormente sulla sussistenza di alcuni requisiti dell'operazione che possano portare o meno all'applicazione di alcune fattispecie incriminatrici. Sarà più rilevante per tale interprete, difatti, inquadrare, nell'ambito di un contratto derivato, i profili di artificio e raggiro, di induzione in errore, di ingiusto profitto e di danno patrimoniale, al fine di valutare la ricorrenza del delitto di truffa *ex art.640 c.p.*; i profili di corrispettivo di una prestazione di denaro o di altra utilità e di interessi o altri vantaggi usurari, al fine di valutare la ricorrenza del delitto di usura *ex art.644 c.p.*; oppure vagliarne la corretta valorizzazione nei bilanci e nelle comunicazioni sociali in generale, ai fini della ricorrenza del delitto di false comunicazioni sociali *ex artt.2621 e 2622 c.c.*<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> Ai sensi dell'art.2427bis c.c. tutti gli strumenti finanziari, tra cui i derivati, devono essere indicati nella Nota Integrativa al *fair value*, accompagnati da informazioni su entità e natura. L'art.2428, c.3, n.6bis, c.c. indica, invece, come nella Relazione sulla gestione deve

Sono questi, infatti, i reati che si attagliano maggiormente a una commissione per mezzo di strumento derivato<sup>2</sup>, pur non scordando, seppur in casi più limitati, ipotesi di aggio, o casi in cui la stipula di un tale strumento finanziario possa portare a contestazioni in ambito di diritto penale fallimentare o a reati contro la pubblica amministrazione<sup>3</sup>.

In ogni caso, si ritiene che la ricerca di una definizione di derivato possa ritenersi comunque utile al fine di meglio comprendere tutti i profili problematici sopra accennati.

Gli strumenti finanziari derivati, secondo una prima definizione, sono i contratti il cui valore si collega (deriva, appunto) all'andamento di altre variabili di riferimento (sottostante o *underlying*), alle cui oscillazioni le parti pattuiscono di collegarlo<sup>4</sup>.

Varia la natura che può assumere il sottostante: tassi di interesse, tassi di cambio delle valute, quotazioni azionarie, merito di credito (*rating*), valore di merci, condizioni climatiche e anche condizioni legate a eventi, sia naturali (un terremoto o un colpo di Stato), che di tipo economico o finanziario (un *default*). Elenco non certo tipico, dal momento che le parti possono decidere in piena autonomia negoziale la variabile economica (indipendente e non predeterminata al momento della stipula) dello strumento finanziario derivato. Così come è possibile concordare lo scambio, alle scadenze pattuite, del bene sottostante (*physical delivery*) o unicamente del differenziale (*netting*).

Un secondo orientamento, al contrario, ritiene che non sia possibile conferire una matrice unitaria ai contratti derivati, il cui inquadramento non può fondarsi su definizioni forzate dalla attrattiva di una *reductio ad unum* o sulla identificazione di una presunta pregiuridica essenza in sé del fenomeno. Di converso, per inquadrare i prodotti derivati bisogna procedere secondo una prospettiva funzionale, la quale individui non i caratteri comuni, ma le norme che sono direttamente applicabili al genere e che possono, pertanto, portare a una loro

---

risultare l'evoluzione della gestione in relazione all'uso di strumenti finanziari e alla incidenza su situazione patrimoniale e finanziaria e sul risultato economico d'esercizio.

<sup>2</sup> Nel presente lavoro verranno successivamente analizzati nel dettaglio esclusivamente i reati di truffa e usura, in quanto fattispecie maggiormente contestate in occasione di sottoscrizione di strumenti derivati da parte della pubblica amministrazione.

<sup>3</sup> V. Pacileo, *I Derivati*, Torino, 2015, p.192/201.

<sup>4</sup> G.P. Accinni, *Operatività in derivati e profili di responsabilità penale*, in *Riv. soc.*, 2008, p. 450; R. Borsari, *Gli strumenti finanziari derivati*, in *Contabilità, Finanza e Controllo*, 2008, 6, p.510 ss.; G. Buffone, *Strumenti finanziari: sotto la lente i contratti derivati*, in *Guida al diritto*, 2015, 33, p.33 ss.; E. Girino, *I contratti derivati*, Milano, 2010, p.20 ss.; V. Pacileo, *op. cit.*, p.49; M. Zaccagnini, S. D'Avolio, L. Bonito Oliva, *I contratti derivati: nozioni di base*, in L. Acciari, M. Bragantini, D. Braghini, F. Chiarenza, E. Grippo, P. Iemma, M. Zaccagnini (a cura di), *Contratti di finanziamento bancario, di investimento, assicurativi e derivati*, Vicenza, 2016, p.458.

identificazione; queste disposizioni possono rinvenirsi nell'art.18 T.U.F., che prevede una riserva di attività a favore di imprese di investimento e banche - dal momento che gli strumenti finanziari derivati costituiscono una *species* degli strumenti finanziari, ex art.1, c.2, T.U.F. - e nell'art.23, c.5, T.U.F., che statuisce la non applicazione della disciplina del gioco e della scommessa (ex art.1933 c.c.<sup>5</sup>) agli strumenti finanziari derivati - con ciò a significare che vi sono degli aspetti comuni tra le due fattispecie. Alla luce dei suddetti elementi, tale secondo orientamento individua i tratti tipologici essenziali dei derivati nella monetizzazione di un rischio sulla base di una valutazione razionale e nella estraneità del rischio alla sfera giuridica delle parti<sup>6</sup>.

Anche la CONSOB, nel rispondere al quesito circa la natura dei derivati, non si spinge nel periglioso cammino che porta a una definizione, preferendo metterne in evidenza esclusivamente il loro carattere principale: *“Il termine derivati indica la caratteristica fondamentale di questi prodotti: il loro valore deriva dall'andamento del valore di una attività ovvero dal verificarsi nel futuro di un evento osservabile oggettivamente. L'attività, ovvero l'evento, che possono essere di qualsiasi natura o genere, costituiscono il sottostante del prodotto derivato. La relazione - determinabile attraverso funzioni matematiche - che lega il valore del derivato al sottostante costituisce il risultato finanziario del derivato, anche detto pay-off”*<sup>7</sup>.

La Banca d'Italia, invece, nelle “Istruzioni di vigilanza per le banche” definisce i derivati come *“i contratti che insistono su elementi di altri schemi negoziali, quali titoli, valute, tassi di interesse, tassi di cambio, indici di borsa ecc. Il loro valore “deriva” da quello degli elementi sottostanti. Costituiscono prodotti derivati, ad esempio, i futures, le options, gli swaps, i forward rate agreements”*.

Un'ulteriore definizione di derivati si può, inoltre, rinvenire al par.9 IAS 39<sup>8</sup>: *“Un derivato è uno strumento finanziario o altro contratto riconducibile entro l'ambito di applicazione di questo principio avente tutte e tre le seguenti caratteristiche: - il suo valore cambia in relazione ai cambiamenti di uno specifico tasso di interesse, del prezzo di uno strumento finanziario, del prezzo di una merce, del tasso di cambio di una valuta estera, di un indice di prezzi o di tassi, di un*

---

<sup>5</sup> “1. Non compete azione per il pagamento di un debito di giuoco o di scommessa, anche se si tratta di giuoco o di scommessa non proibiti. 2. Il perdente tuttavia non può ripetere quanto abbia spontaneamente pagato dopo l'esito di un giuoco o di una scommessa in cui non vi sia stata alcuna frode. La ripetizione è ammessa in ogni caso se il perdente è un incapace”.

<sup>6</sup> E. Barcellona, *Strumenti finanziari derivati: significato normativo di una «definizione»*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2012, I, p.541 ss.; R. Borsari, *Profili civilistici degli strumenti finanziari derivati*, in *Contabilità, Finanza e Controllo*, 2008, 7, p.640 ss.

<sup>7</sup> CONSOB, *I principali prodotti derivati*, in *consob.it*, 2012, p.4.

<sup>8</sup> International Accounting Standards (principi contabili internazionali), *Strumenti finanziari: contabilizzazione e valutazione* (rivisto nel 2004, decorrenza 2005).

*merito di credito (rating) o di un indice di credito o di altre variabili, purché nel caso di una variabile finanziaria la stessa non sia relativa a una parte di contratto (qualche volta denominata "sottostante"); - non richiede un investimento netto iniziale o richiede un investimento netto iniziale che sia minore di quanto sarebbe richiesto da altri tipi di contratti da cui ci si aspetterebbe una risposta simile a cambiamenti di fattori di mercato; - è regolato a una data futura".*

Spostandoci sul versante giurisprudenziale, occupandoci in questa sede esclusivamente delle pronunce penali, si ritiene di interesse segnalare la definizione fornita nel 2014 dal Tribunale di Alessandria (su cui si tornerà *infra*, capito 4, paragrafo 2.5), chiamato a giudicare un'ipotesi di usura perpetrata a mezzo di uno swap: *"In finanza, uno strumento derivato è considerato ogni contratto o titolo il cui prezzo è basato sul valore di mercato su altri beni (azioni, indici, valute, tassi, ecc.)... Le variabili alla base dei titoli derivati sono dette attività sottostanti e possono avere diversa natura; possono essere un'azione, un'obbligazione, un indice, un bene soggetto a fluttuazioni di mercato come il petrolio o anche un altro derivato. I derivati sono oggetto di contrattazione in molti mercati ma soprattutto all'over the counter, mercati alternativi alle borse vere e proprie creati da istituzioni finanziarie e da professionisti tramite reti telefoniche. Tali mercati, di solito, non sono regolamentati. Gli strumenti finanziari possono essere utilizzati per la copertura di un rischio (hedging), utilizzando un derivato con effetto opposto all'operazione che si vuole coprire"*<sup>9</sup>.

Utile cenno, anche ai fini penalistici che maggiormente interessano nella presente trattazione, è quello relativo alle cause principali dei contratti derivati, che possono rinvenirsi in: 1. copertura di rischi; 2. speculazione; 3. arbitraggio; 4. ottenere l'esposizione di un attivo<sup>10</sup>. Anche la già citata sentenza del Tribunale di Alessandria si è soffermata sulla funzione dei derivati sul mercato, sostenendo come *"gli strumenti derivati possono essere utilizzati per la copertura di un rischio (hedging), utilizzando un derivato con effetto opposto all'operazione che si vuole coprire. In questa configurazione risultano molto utili per tutelarsi dai rischi di prezzo (oscillazioni del bene sottostante), tasso (modifica dei tassi di interesse) o cambio (oscillazioni del tasso di cambio). Possono anche essere usati a se stanti, per scopi speculativi, sfruttando quello che in finanza è chiamato l'effetto leva"*<sup>11</sup>.

## **1.2. Inquadramento normativo**

Prima di arrivare all'attuale disciplina legislativa dei derivati, per comprenderne meglio la portata, è necessario soffermarsi molto brevemente sulla loro genesi in chiave storico/letteraria.

<sup>9</sup> Tribunale di Alessandria, 29 gennaio 2014, n.156, p.3 ss.

<sup>10</sup> V. Pacileo, *op. cit.*, p.49; M. Zaccagnini, S. D'Avolio, L. Bonito Oliva, *op. cit.*, p.458.

<sup>11</sup> Tribunale di Alessandria, 29 gennaio 2014, n.156, p.4.

Parte della dottrina farebbe, difatti, risalire il primo contratto derivato addirittura alla Bibbia: Giacobbe, secondogenito di Isacco, sottoscrisse con Labano l'opzione (quella che oggi chiameremmo una *call*) di dargli in sposa sua figlia Rachele. Il prezzo pagato per l'opzione consistette nell'impegno a lavorare per lui per sette anni gratuitamente<sup>12</sup>. Diversa letteratura, invece, fa risalire il primo derivato a un aneddoto raccontato ne "La Politica" di Aristotele: Talete di Mileto<sup>13</sup>, gran conoscitore dell'astronomia, prevede che ci sarebbe stata un'estate di grande produzione di olive e così, pur non disponendo di ingenti risorse, riuscì a prendere in affitto tutti i frantoi della sua città. Una volta realizzato l'esito favorevole del "sottostante" (di quello che oggi sarebbe chiamato *weather derivative*), cedette i contratti di affitto dei frantoi ai produttori di olio, accumulando grande ricchezza<sup>14</sup>.

Passando tutto d'un fiato dall'a.C. al d.C., senza indugiare ulteriormente sulle evoluzioni normative susseguitesesi nel tempo, l'inquadramento normativo dei contratti derivati si rinviene nel T.U.F., D.Lgs. 24 febbraio 1998, n.58. L'art.1, c.3 del T.U.F.<sup>15</sup>, infatti, dispone come "*Per "strumenti finanziari derivati" si intendono gli strumenti finanziari previsti dal comma 2, lettere d), e), f), g), h), i) e j), nonché gli strumenti finanziari previsti dal comma 1-bis, lettera d)*", ossia, nell'ordine "*contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati ("future"), "swap", accordi per scambi futuri di tassi di interesse e altri contratti derivati connessi a valori mobiliari, valute, tassi di interesse o rendimenti, o ad altri strumenti derivati, indici finanziari o misure finanziarie che possono essere regolati con consegna fisica del sottostante o attraverso il pagamento di differenziali in contanti*" (lett.d), "*contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati ("future"), "swap", accordi per scambi futuri di tassi di interesse e altri contratti derivati connessi a merci il cui regolamento avviene attraverso il pagamento di differenziali in contanti o può avvenire in tal modo a discrezione di una delle parti, con esclusione dei casi in cui tale facoltà consegue a inadempimento o ad altro evento che determina la risoluzione del contratto*" (lett.e), "*contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati ("future"), "swap" e altri contratti derivati connessi a merci il cui regolamento può avvenire attraverso la consegna del sottostante e che sono negoziati su un mercato regolamentato e/o in un sistema multilaterale di negoziazione*" (lett.f), "*contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati ("future"), "swap", contratti a termine ("forward") e altri contratti derivati connessi a merci il cui regolamento può avvenire attraverso la consegna fisica del sottostante, diversi da quelli indicati alla lettera f) che non hanno scopi commerciali, e aventi le caratteristiche di altri strumenti finanziari derivati, considerando, tra l'altro, se sono compensati ed*

<sup>12</sup> Genesi, 25,24-49,33.

<sup>13</sup> VII/VI secolo a.C.

<sup>14</sup> V. Pacileo, *op. cit.*, p.19; G.B. Portale, *Quale futuro per i derivati?*, trascrizione del dibattito di Milano 11.11.2010, in *ghidini-associati.it*, 2010.

<sup>15</sup> Comma così sostituito dall'art.1, c.1, lett. l), D.Lgs. 17 settembre 2007, n.164, con decorrenza 1 novembre 2007.

*eseguiti attraverso stanze di compensazione riconosciute o se sono soggetti a regolari richiami di margini” (lett.g), “strumenti derivati per il trasferimento del rischio di credito” (lett.h), “contratti finanziari differenziali” (lett.i), “contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati (“future”), “swap”, contratti a termine sui tassi d’interesse e altri contratti derivati connessi a variabili climatiche, tariffe di trasporto, quote di emissione, tassi di inflazione o altre statistiche economiche ufficiali, il cui regolamento avviene attraverso il pagamento di differenziali in contanti o può avvenire in tal modo a discrezione di una delle parti, con esclusione dei casi in cui tale facoltà consegue a inadempimento o ad altro evento che determina la risoluzione del contratto, nonché altri contratti derivati connessi a beni, diritti, obblighi, indici e misure, diversi da quelli indicati alle lettere precedenti, aventi le caratteristiche di altri strumenti finanziari derivati, considerando, tra l’altro, se sono negoziati su un mercato regolamentato o in un sistema multilaterale di negoziazione, se sono compensati ed eseguiti attraverso stanze di compensazione riconosciute o se sono soggetti a regolari richiami di margini” (lett. j) e “qualsiasi altro titolo che comporta un regolamento in contanti determinato con riferimento ai valori mobiliari indicati alle precedenti lettere (del c.1bis), a valute, a tassi di interesse, a rendimenti, a merci, a indici o a misure” (c.1bis, lett.d).*

Viene, inoltre, rimesso al Ministro dell’Economia e delle Finanze l’individuazione di ulteriori tipologie di derivati, seppur nei limiti consentiti dal T.U.F.<sup>16</sup>, mentre, oltre al già richiamato art.23, c.5, T.U.F., che esclude l’applicazione per i derivati della disciplina del gioco e della scommessa, si segnalano anche le disposizione di cui all’art.1, c.492/500, L. 24 dicembre 2012, n. 228, in materia di imposte sui derivati e la normativa comunitaria sui derivati di cui all’art.2 del Regolamento UE 648/2012, che rinvia alla definizione di contratto derivato come strumento finanziario di cui all’Allegato I, sez. C, punti 4/10 della MiFID, direttiva 2004/39/CE.

### **1.3. Forma contrattuale e tipologie**

Risulta ora necessaria, per chiudere questa parte introduttiva al presente scritto, una breve e schematica disamina delle più diffuse tipologie di contratti derivati (i quali, ai sensi dell’art.23 T.U.F., debbono avere forma scritta):

- A. i *forward* sono contratti a termine negoziati al di fuori dei mercati regolamentati (*over the counter*, OTC) mediante i quali una parte si impegna ad acquistare e l’altra a vendere una certa quantità di sottostante (merci, attività finanziarie...) a un determinato prezzo prefissato (prezzo *forward*), a una data futura prestabilita;

---

<sup>16</sup> V.V. Chionna, *Strumenti finanziari e prodotti finanziari nel diritto italiano, Banca borsa e titoli di credito*, 2011, I, p.1 ss.; V. Pacileo, *op. cit.*, p.47.

- B. i *future* sono contratti a termine che si differenziano dai *forward* per essere standardizzati e negoziati sui mercati regolamentati. Il loro prezzo - che risulta, come tutti i titoli quotati, dalle negoziazioni - è il *future price*;
- C. gli *swap* sono contratti OTC mediante i quali due parti si accordano per scambiare tra loro flussi di pagamenti (flussi di cassa o *cash flow*) a date certe, il cui ammontare è determinato in relazione a un sottostante. Essendo contratti *taylored* sulla specifica esigenza dei contraenti, ne esistono numerose varianti, per esempio:
- gli *interest rate swap* (IRS), nei quali le controparti si scambiano pagamenti periodici di interessi, calcolati su una somma di denaro (capitale nozionale di riferimento o *notional principal amount*), per un periodo di tempo predefinito;
  - i *currency swap*, nei quali le parti si scambiano il capitale e gli interessi espressi in una valuta contro capitale e interessi espressi in un'altra divisa;
  - gli *asset swap*, nei quali le parti si scambiano pagamenti periodici liquidati in relazione al rendimento di un titolo obbligazionario (*asset*) detenuto da una di esse;
  - i *credit default swap* (CDS), nei quali un soggetto (*protection buyer*), a fronte di pagamenti periodici effettuati a favore della controparte (*protection seller*), si protegge dal rischio di credito (copertura para-assicurativa) associato a un determinato sottostante (*reference asset*);
- D. le *opzioni* sono contratti che attribuiscono il diritto, ma non l'obbligo, di comprare (opzione *call*) o vendere (opzione *put*) una certa quantità di un bene (sottostante) a un prezzo prefissato (prezzo di esercizio o *strike price*) a una certa data (opzione europea), oppure entro una certa data (opzione americana), oppure in certe date predeterminato in un arco temporale (opzione esotica)<sup>17</sup>.

---

<sup>17</sup> R. Borsari, *Gli strumenti finanziari derivati*, cit., p.510 ss.; L. Calzolari, *I contratti di interest rate swap*, in *Soc.*, 2013, p.1371 ss.; CONSOB, *op. cit.*, p.5-6; M. Zaccagnini, S. D'Avolio, L. Bonito Oliva, *op. cit.*, p.458; D. Maffei, *Contratti derivati*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2011, I, p.604 ss. V. Pacileo, *op. cit.*, p.54; sul punto si veda anche la giurisprudenza penalistica, Tribunale di Alessandria, 29 gennaio 2014, n.156, p.3 ss.



## 2. LA TRUFFA NEI DERIVATI

Accingendosi ora a scrutare i profili di rilevanza penale che possono conseguire all'utilizzo degli strumenti derivati, pare opportuno innanzitutto soffermarsi sul reato che più si presta alla commissione col suddetto mezzo. Risulta, quindi, necessario analizzare gli elementi tipici del delitto previsto e punito dall'art.640 c.p. (uso di artifici o raggiri, induzione in errore, disposizione patrimoniale, danno e ingiusto profitto) alla luce della stipula di un contratto derivato e studiare in quali casi (fisiologici o patologici) si possa versare nel campo penalistico.

Prima considerazione da fare è la seguente: come dottrina e giurisprudenza sostengono univocamente, quando si tratta di strumenti finanziari, la fattispecie ricorrente è quella di truffa nella forma c.d. contrattuale, figura che si realizza nei casi in cui la persona offesa viene indotta, in ragione degli artifici o raggiri posti in essere dall'agente<sup>18</sup>, a stipulare un contratto che altrimenti non avrebbe sottoscritto - quantomeno in quei termini e con quelle clausole determinate<sup>19</sup> -, ancorché tale contratto preveda il pagamento di un giusto corrispettivo in cambio della prestazione offerta dall'agente<sup>20</sup>. Tale fattispecie criminosa può essere integrata sia nel momento delle trattative<sup>21</sup>, che nella fase dello svolgimento del rapporto contrattuale, ossia durante l'esecuzione del contratto, tutte fasi nelle quali le parti debbono rispettare il principio di buona fede, ex artt.1337<sup>22</sup> e 1375 c.c.<sup>23</sup>, la cui

<sup>18</sup> In questa sede si accenna solo brevemente come l'agente, oltre alla persona fisica, possa essere - e nella prassi viene considerato - anche la persona giuridica, ai sensi degli artt.5, c.1, lett. a) e 24 D.Lgs. 231/01. F. D'Arcangelo, *Negoziato di contratti derivati over the counter. Profili penali e di responsabilità degli enti ex d.lgs. 231/2001*, in *Resp. amm. soc. ed enti*, 2009, 4, p.13 ss.

<sup>19</sup> Per citare una definizione giurisprudenziale avente per oggetto i derivati: “*la truffa contrattuale ricorre in tutti i casi nei quali l'agente abbia posto in essere artifici e raggiri (aventi a oggetto anche aspetti negoziali collaterali, accessori o esecutivi del contratto principale, risultati rilevanti ai fini della prestazione del consenso) al momento della conclusione del negozio giuridico, traendo in inganno il soggetto passivo, indotto a prestare un consenso che altrimenti non avrebbe prestato*”, Cass. pen. sez. V, 7 maggio 2014, n.18778.

<sup>20</sup> M.B. Magro, *Truffa contrattuale e derivati: profilazione dell'investitore e standard di tutela penale*, in *Cass. Pen.*, 2015, 9, p.3355 ss.; M. Ronco, B. Romano, *Codice penale commentato*, Milano, 2012, p.3260 ss.; V. Manes, *Delitti contro il patrimonio, p. terza: delitti contro il patrimonio mediante frode. Truffa*, in AA. VV., *Diritto penale, lineamenti di parte speciale*, Bologna, 2006, p.568 ss.

<sup>21</sup> F. Di Marzio, *Illiceità penale della condotta e invalidità del contratto*, in *Contratti*, 2014, p.307 ss.

<sup>22</sup> “*Le parti, nello svolgimento delle trattative e nella formazione del contratto, devono comportarsi secondo buona fede*”.

<sup>23</sup> “*Il contratto deve essere eseguito secondo buona fede*”.



violazione perfeziona il delitto di truffa contrattuale qualora l'agente abbia indotto in errore la persona offesa, determinando l'ingiusto profitto e l'altrui danno<sup>24</sup>.

### **2.1 Artifici, raggiri e induzione in errore**

Prima di trattare tali elementi costitutivi del reato di truffa, bisogna anzitutto premettere che vi è una parte della dottrina che ritiene astrattamente infondata l'idoneità di porre in essere artifici, raggiri e induzione in errore nella negoziazione del derivato, in relazione al quale non potrebbe sussistere alcuna ipotesi di truffa. Tale interpretazione ritiene che eventuali profili di rilevanza penale possano conseguire solo a gravi patologie nell'utilizzo degli strumenti derivati e non certo alla loro natura fisiologica<sup>25</sup>. L'alea connaturata nei derivati, difatti, escluderebbe ragionevoli previsioni sull'andamento del contratto: il *trend* futuro dei tassi e la previsione del futuro valore del *mark to market* dell'operazione non potrebbero quindi essere conosciuti e conoscibili. Sicché, l'andamento negativo del contratto non può essere inteso come manifestazione di un artificio o raggirò posto in essere dalla banca nei confronti del cliente<sup>26</sup>, sia esso *retail*, *corporate* o ente pubblico.

Diversa interpretazione, invece, non solo ritiene pacificamente sussistente la condotta di artifici e raggiri (macchinazioni, messe in scena o giro di parole tali da ingenerare nel soggetto passivo una falsa rappresentazione della realtà) atti alla contrattazione di un derivato, ma la individuano finanche nel silenzio antidoveroso, consistente nel “*tacere o dissimulare fatti o circostanze tali che, ove conosciuti, avrebbero indotto l'altro contraente ad astenersi dal concludere il contratto*”<sup>27</sup> e nel “*silenzio maliziosamente serbato su alcune circostanze da parte di chi abbia il dovere di farle conoscere, indipendentemente dal fatto che dette circostanze siano conoscibili dalla controparte con ordinaria diligenza*”<sup>28</sup>. Tali reticenze, tuttavia, assumo rilievo esclusivamente ove una specifica comunicazione sia espressamente dovuta<sup>29</sup> e, pertanto, risulta estremamente rilevante verificare ampiezza e intensità dell'obbligo di informazione dell'intermediario finanziario nella collocazione dei contratti derivati, facendo riferimento come fonte del dovere di informazione anche

<sup>24</sup> F. Vitale, *Truffa contrattuale e derivati. Il caso “Nomura - Regione Sicilia”*: il Gip di Palermo nel solco della giurisprudenza nazionale, in *Giurisprudenza Penale Web*, 2016, n.10.

<sup>25</sup> G.P. Accinni, *op. cit.*, p.453.

<sup>26</sup> G.P. Accinni, *op. cit.*, p.458/461; C. Piergallini, “*Civile*” e “*penale*” a perenne confronto: l'appuntamento di inizio millennio, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 2012, p.1311.

<sup>27</sup> Cass. pen. sez. II, 4 luglio 2013, n.28703.

<sup>28</sup> Cass. pen. sez. II, 30 ottobre 2009, n.41717.

<sup>29</sup> C. Pedrazzi, *Inganno ed errore nei delitti contro il patrimonio*, Milano, 1955, p.202 ss.

a disposizioni *extra* penali quali quelle contenute negli artt.1337, 1375 e 1759, c.1, c.c.<sup>30</sup>, ma non solo<sup>31</sup>.

Costituisce il reato di truffa contrattuale, pertanto, il non prospettare al cliente, da parte dell'istituto di credito, il reale quadro dei rischi e non comunicare in maniera particolareggiata ogni elemento dell'operazione finanziaria proposta, non soltanto in violazione del generale principio di buona fede negoziale, ma anche degli specifici obblighi previsti per gli intermediari (L. 2 gennaio 1991, n.1, cd. legge Sim, art.21 T.U.F.<sup>32</sup>, art.32, c.1, Regolamento CONSOB 16190/2007)<sup>33</sup>. Il rapporto intercorrente tra intermediari e clienti deve, quindi, essere costantemente informato a criteri di trasparenza, correttezza e completezza dell'informazione, talché, mancando tali requisiti, potrebbero configurarsi gli artifici e raggiri<sup>34</sup>. Dunque, *“integra il reato di truffa contrattuale la condotta del funzionario di banca il quale, minimizzando i rischi e non rivelando con completezza tutti gli elementi dell'operazione finanziaria proposta al cliente (nella specie: vendita di swap), consapevolmente tragga vantaggio per conto dell'istituto di credito, ai fini della vendita medesima, dall'inesperienza e dalla ignoranza in materia del compratore”*<sup>35</sup>.

<sup>30</sup> *“Il mediatore deve comunicare alle parti le circostanze a lui note, relative alla valutazione e alla sicurezza dell'affare, che possono influire sulla conclusione di esso”*.

<sup>31</sup> F. D'Arcangelo, *op. cit.*, p.15 ss.

<sup>32</sup> *“1. Nella prestazione dei servizi e delle attività di investimento e accessori i soggetti abilitati devono: a) comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza, per servire al meglio l'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati; b) acquisire, le informazioni necessarie dai clienti e operare in modo che essi siano sempre adeguatamente informati; c) utilizzare comunicazioni pubblicitarie e promozionali corrette, chiare e non fuorvianti; d) disporre di risorse e procedure, anche di controllo interno, idonee ad assicurare l'efficiente svolgimento dei servizi e delle attività. 1-bis. Nella prestazione dei servizi e delle attività di investimento e dei servizi accessori, le Sim, le imprese di investimento extracomunitarie, le Sgr, le società di gestione armonizzate, gli intermediari finanziari iscritti nell'elenco previsto dall'articolo 107 del testo unico bancario, le banche italiane e quelle extracomunitarie: a) adottano ogni misura ragionevole per identificare i conflitti di interesse che potrebbero insorgere con il cliente o fra clienti, e li gestiscono, anche adottando idonee misure organizzative, in modo da evitare che incidano negativamente sugli interessi dei clienti; b) informano chiaramente i clienti, prima di agire per loro conto, della natura generale e/o delle fonti dei conflitti di interesse quando le misure adottate ai sensi della lettera a) non sono sufficienti per assicurare, con ragionevole certezza, che il rischio di nuocere agli interessi dei clienti sia evitato; c) svolgono una gestione indipendente, sana e prudente e adottano misure idonee a salvaguardare i diritti dei clienti sui beni affidati. 2. Nello svolgimento dei servizi le imprese di investimento, le banche e le società di gestione del risparmio possono, previo consenso scritto, agire in nome proprio e per conto del cliente”*.

<sup>33</sup> F.R. Fantetti, *Truffa contrattuale in operazioni finanziarie su derivati*, in *Resp. civ.*, 2010, p.426 ss.; V. Pacileo, *op. cit.*, p.114/117.

<sup>34</sup> F. Vitale, *op. cit.*, n.10.

<sup>35</sup> Cass. pen. sez. II, 13 novembre 2009, n.43347.

Sempre in punto doveri di trasparenza e informazione, che se violati possono costituire la condotta di cui all'art.640 c.p., appare utile sondare incidentalmente il campo civilistico. Proprio al fine di rinvenire un'alea razionale, misurabile o quantomeno individuabile almeno in un suo perimetro ipotetico, dottrina e giurisprudenza impongono che siano esplicitati il valore del derivato, gli eventuali costi impliciti e i criteri per determinare le penalità in caso di recesso; in assenza di tali elementi, il contratto deve ritenersi nullo per difetto di causa<sup>36</sup>.

Tramite suddette condotte di artifici e raggiri, pertanto, gli *arrangers* potrebbero indurre in errore la propria controparte contrattuale, riuscendone così a ottenere la fiducia e la sottoscrizione del contratto, facendo leva proprio sull'asimmetria informativa<sup>37</sup> esistente tra i contraenti (ancor più marcata nel mercato *over the counter*, caratterizzato da minor trasparenza rispetto ai mercati regolamentati<sup>38</sup>).

### 2.1.1 Costi occulti o impliciti

Artifizi, raggiri e induzione in errore possono vertere naturalmente su qualsiasi oggetto elemento di negoziazione, così come insidiarsi, come si è già anticipato, nella fase precontrattuale. Nella prassi, però, soprattutto nelle contestazioni di truffa contrattuale fondata su un silenzio antidoveroso, la condotta serbata dall'agente consiste nella maggior parte dei casi nell'omessa adeguata rappresentazione di costi occulti, che andranno a gravare sul sottoscrittore del contratto derivato e a vantaggio della banca.

Si tratterà *infra* della legittimità o meno di tali costi, ma si ritiene utile anticipare come da ogni stipula di un contratto derivato sorgano dei costi dovuti dall'operazione per il cliente, costituiti da un onere di transazione per la banca e da un *mark up*, ossia il rapporto tra il prezzo del contratto e il suo costo, comprensivo del profitto, del rischio di credito e delle spese<sup>39</sup>.

---

<sup>36</sup> L. Calzolari, *Una sentenza in materia di contratti swap poco in linea con il diritto nazionale ed europeo*, in *Soc.*, 2014, 4, p.441 ss.; A. Carleo, C.D. Mottura, L. Mottura, *Sul "valore" di un derivato. Argomentazioni in margine alla disputa tra amministrazioni pubbliche e banche*, in *Contratti*, 2011, 4, p.383 ss.; D. Maffei, *La causa del contratto di interest rate swap e i costi impliciti*, in *Riv. dir. banc., dirittobancario.it*, 3, 2013; G. Sardo, *Natura e causa del contratto di interest rate swap*, in *Corr. Giur.*, 2015, 1, p.41 ss.; A. Tucci, *Contratti derivati: determinazione dell'alea e determinabilità dell'oggetto*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2015, 2, p.229 ss.

<sup>37</sup> Asimmetria informativa che attiene non solo alla conoscenza dettagliata del prodotto, di tutte le clausole contrattuali, dei costi e dei parametri finanziari in esso contenuti, ma si estende all'andamento dei mercati e al connesso rischio implicito del derivato.

<sup>38</sup> F. D'Arcangelo, *op. cit.*, p.14 ss.; G. Mantovano, *Mark to market, danno e truffa contrattuale al vaglio della Corte di Cassazione*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 2012, p.370 ss.

<sup>39</sup> G. Mantovano, *op. cit.*, p.383 ss.

Nella formazione del negozio, di conseguenza, l'istituto di credito deve mettere l'investitore nelle condizioni migliori ai fini di una valutazione consapevole dell'operazione che intraprende, rispettando i propri obblighi di diligenza, correttezza e trasparenza anche su tutti i costi dell'operazione<sup>40</sup>, per ridurre il più possibile l'asimmetria informativa che contraddistingue il rapporto intermediario-cliente<sup>41</sup>.

Non si può, in definitiva, ritenere che nel valore dello strumento derivato che deve essere comunicato a controparte non rientrino i costi e le commissioni della banca, dal momento che il *fair value* rappresenta per l'appunto il valore oggettivo del derivato a cui si aggiungono costi e oneri, per cui una corretta informazione necessaria per stimare l'operazione deve indicare il costo del servizio nella sua totalità. In tale guisa, esplicitando i costi impliciti - che perderebbero così la pericolosa e pernicioso aggettivizzazione "occulti" - l'obbligo giuridico di informazione verrebbe compiutamente assolto e non si potrebbe ritenere sussistente l'elemento oggettivo della truffa.

## **2.2 Disposizione patrimoniale**

In dottrina, la disposizione patrimoniale - o anche attribuzione patrimoniale, come vantaggio recato, in qualsiasi forma, a un altro soggetto<sup>42</sup> - è considerata il secondo evento del reato, quale effetto del primo (ossia lo stato di errore) e al contempo causa del terzo evento, l'ingiusto profitto con altrui danno<sup>43</sup>. In relazione alla truffa contrattuale commessa a mezzo strumenti derivati non vi sono particolari rilevi critici da evidenziare, dal momento che le disposizioni patrimoniali (da un contraente all'altro e viceversa) costituiscono proprio oggetto stesso del contratto, che ne determina modalità, termini, valore, etc.

## **2.3 Danno**

Nelle truffe contrattuali che hanno a oggetto gli strumenti derivati sfuma leggermente la netta distinzione tra concezione del danno giuridico (che si ha in ogni caso in cui sia perduto o limitato un diritto ovvero sia assunto un obbligo prima inesistente) e la concezione del danno economico patrimoniale (che richiede un effettivo danno al patrimonio)<sup>44</sup>. Nonostante, difatti, in ben quattro pronunce delle Sezioni Unite viene affermata l'adesione alla concezione economica e l'individuazione del momento consumativo del delitto nella *deminutio patrimonii*

<sup>40</sup> Si vedano l'art.32, c.1, Regolamento CONSOB n.16190/2007 e l'art.21 T.U.F.

<sup>41</sup> F.R. Fantetti, *Truffa contrattuale in operazioni finanziarie su derivati*, cit., p.426 ss.; V. Pacileo, *op. cit.*, p.116/120; G. Rotolo, *Bond, swap e delitto di truffa*, in *Soc.*, 2014, 10, p.1130 ss.

<sup>42</sup> C. Pedrazzi, *op. cit.*, p.63 ss.

<sup>43</sup> G. Fiandaca, E. Musco, *Diritto penale. Parte Speciale. I delitti contro il patrimonio*, Bologna, 2015, p.181.

<sup>44</sup> F. Mantovani, *Diritto penale. Delitti contro il patrimonio*, Padova, 2002, p.39.

con ingiusto profitto<sup>45</sup>, nella prassi si presta spesso maggiore attenzione alle peculiarità specifiche del caso concreto, discostandosi, così da tale principio di diritto<sup>46</sup>.

Accogliendo la tesi del danno giuridico, quindi, sussisterebbe la fattispecie di truffa contrattuale anche nell'ipotesi in cui venisse pagato un giusto corrispettivo per una data prestazione, qualora l'accordo negoziale fosse basato su artifici e raggiri, quindi a prescindere da una effettiva diminuzione patrimoniale<sup>47</sup>. Così, in un'ipotesi di art.640 c.p. a mezzo derivati (vicenda MPS/Nomura), la Corte di Cassazione ha stabilito come *“la truffa contrattuale (...) è configurabile indipendentemente dallo squilibrio oggettivo delle rispettive controprestazioni, poiché l'ingiusto profitto del deceptor e il correlativo danno del deceptus consistono essenzialmente nel fatto costituito dalla stipulazione del contratto: a nulla rileva, quindi, che venga in ipotesi pagato un giusto corrispettivo in cambio della prestazione truffaldinamente conseguita, posto che il reato si realizza per il solo fatto che la parte sia addivenuta alla stipulazione del contratto, che altrimenti non avrebbe stipulato, in ragione degli artifici e dei raggiri posti in essere dall'agente”*<sup>48</sup>. Sposando questa interpretazione, pertanto, avremmo delle importanti conseguenze anche in punto individuazione del momento consumativo del reato, che si identificherebbe già con il tempo e il luogo nel quale viene stipulato l'accordo che ha a oggetto il derivato.

Diversamente, però, un'interpretazione giurisprudenziale più vicina alla teoria del danno economico patrimoniale - che valorizza le particolari caratteristiche degli strumenti finanziari - ritiene che, in caso di *bond* (vicenda *Cirio-bond* e *Tango-bond*), la truffa si consuma non al momento della negoziazione del contratto, ma nel momento successivo a esso - ma anteriore alla scadenza dell'obbligazione - nel quale il danno si concretizza e attualizza, ossia il momento in cui si ha la certezza dell'impossibilità dell'emittente di assolvere i propri debiti - per esempio nel caso in cui vada in *default*<sup>49</sup>.

Vi è, poi, una terza tesi, maggiormente ancorata alla concezione patrimoniale “pura” del danno. La truffa contrattuale messa a punto per mezzo di uno *swap* (prendiamo l'ipotesi di un *IRS plain vanilla*, nel quale due parti si scambiano tasso fisso e tasso variabile su un dato capitale nozionale) dovrebbe inquadarsi nella fattispecie dei reati a consumazione prolungata. Di conseguenza, anche se una parte già alle prime scadenze avesse delle perdite economiche, non si

<sup>45</sup> Cass. pen. SU, 23 marzo 1969, in *Cass. pen.*, 1969, p.1023 ss.; Cass. pen. SU, 30 novembre 1974, in *Cass. pen.*, 1975, n.741 ss.; Cass. pen. SU, 19 gennaio 1999, n.17; Cass. pen. SU, 1 agosto 2000, n.18.

<sup>46</sup> G. Rotolo, *op. cit.*, p.1130 ss.

<sup>47</sup> Cass. pen. sez. V, 27 febbraio 2006, n.7193.

<sup>48</sup> Cass. pen. sez. V, 7 maggio 2014, n.18778.

<sup>49</sup> Cass. pen. sez. II, 9 dicembre 2013, n.49446.

potrebbe affatto ritenere che il reato si consumi in quel momento (oppure nel momento precedente di stipula dell'accordo), per poi prolungarsi sino alla scadenza o alla risoluzione anticipata del contratto. Anche perché, successivamente alla prosecuzione del negozio, l'andamento del sottostante potrebbe bilanciare le prestazioni o addirittura portare a chiudere il rapporto a vantaggio del contraente che ha registrato le prime perdite.

Assume, quindi, centrale e imprescindibile rilevanza il carattere di attualità del danno, non potendosi ritenere consumato il delitto previsto e punito dall'art.640 c.p. in presenza di un pregiudizio economico soltanto potenziale o non ancora definitivo<sup>50</sup>.

Solo al termine di scadenza delle singole operazioni si può determinare il consolidamento, in termini economici, dell'operazione contrattuale, con l'inserimento della corrispondente partita di debito nel conto del cliente e con l'addebito delle passività che concretano l'offesa al patrimonio<sup>51</sup>. Chiamata a decidere su un caso di una truffa commessa a mezzo derivati (Comuni di Messina e Taormina, su cui si tornerà più ampiamente *infra* al capitolo 4, paragrafo 2.1), seguendo tale impostazione, la Cassazione ha rilevato come “*occorre procedere ad una disamina a posteriori, allorché, cioè, il contratto abbia raggiunto la sua normale scadenza, visto che, tra l'altro, prima di tale evento sono previsti meccanismi di aggiustamento destinati proprio ad operare un bilanciamento fra le posizioni dei contraenti*”<sup>52</sup>.

In tema di attualità del danno, vanno quindi spese alcune considerazioni attinenti il *mark to market*, ossia il valore che il derivato assume a una certa data (alla stipula, alla scadenza naturale, alla scadenza anticipata, o in generale in un momento  $t_0, t_1, t_2, \dots$ ), determinato secondo sofisticati modelli stocastici di matematica finanziaria<sup>53</sup>. Il *mark to market*, difatti, secondo una prima interpretazione accolta dalla giurisprudenza citata, non deve essere inteso come un valore concreto e attuale, ma esclusivamente come una proiezione finanziaria basata sul valore teorico di mercato in caso di risoluzione anticipata<sup>54</sup>. Pertanto, il

<sup>50</sup> G. Mantovano, *op. cit.*, p.376 ss.; G. Petroni, *Truffa contrattuale e strumenti finanziari derivati: il mark to market nel diritto penale*, in *Cass. pen.*, 2013, p.184 ss.; G. Rotolo, *op. cit.*, p.1130 ss.

<sup>51</sup> F.R. Fantetti, *Truffa contrattuale in operazioni finanziarie su derivati*, *cit.*, p.426 ss.

<sup>52</sup> Cass. pen. sez. II, 21 dicembre 2011, n.47421.

<sup>53</sup> F. Bruno, A. Rozzi, *La posizione del giudice penale sui contratti derivati*, in *Corr. merito*, 2012, p.923; G. Mantovano, *op. cit.*, p.376 ss.; S. Galimberti, *Analisi del recente orientamento giurisprudenziale sul mark-to-market alla luce della teoria e prassi matematico-finanziaria*, in *dirittobancario.it*, 2012; E. Girino, *op. cit.*, p.455 ss.; V. Pacileo, *op. cit.*, p.128; G. Petroni, *op. cit.*, p.184 ss.; M. Ruggi, G. Settanni, *Upfront e mark to market nelle operazioni in derivati*, in *Contratti*, 2012, 5, p.351 ss.

<sup>54</sup> “*Il mark to market è un'espressione che designa – in larga approssimazione – un metodo di valutazione delle attività finanziarie, che si contrappone a quello storico o di acquisizione attualizzato mediante il ricorso a indici d'aggiornamento monetario. Il mark*

fatto che in un determinato momento il *mark to market* - anche tenendo conto dei costi impliciti, ma senza scordare l'eventuale *up front*<sup>55</sup> erogato dalla banca - sia negativo non è sufficiente per considerare realizzato l'elemento del danno<sup>56</sup>. Vi è addirittura un'interpretazione che sostiene come il *mark to market* non avrebbe alcuna implicazione giuridica sulle parti e non farebbe sorgere alcun obbligo di pagamento, essendo esclusivamente, una sorta di "*rating evoluto*" per monitorare l'andamento del derivato<sup>57</sup>.

D'altra parte, invece, un *mark to market* negativo a inizio contratto e non compensato da un *up front* di pari valore renderebbe fin dall'origine *non par* il contratto e quindi sussistente e concreto il danno patrimoniale; negli altri casi, l'unica disamina possibile in punto valutazione del *mark to market* sarebbe a posteriori, alla scadenza naturale del contratto, in quanto nella vigenza del rapporto contrattuale rappresenterebbe un mero valore potenziale e un danno non effettivo<sup>58</sup>.

Un diverso orientamento, di converso, ritiene assolutamente concreto e attuale il valore del *mark to market*, definendo addirittura "metafisica" l'opposta corrente di pensiero che ne evidenzia l'astrattezza<sup>59</sup>. Le difficoltà di stima dello stesso, difatti, non debbono confondersi con l'impossibilità di giungere a una sua valutazione in termini di alta credibilità razionale e quindi a una sua effettiva rilevanza in termini di effettività del danno<sup>60</sup>. A favore di una concretezza del *mark to market*, difatti, deporrebbero numerosi fattori, quali:

1. i principi contabili internazionali (in particolare IAS 39);
2. l'obbligo per gli enti locali di rappresentare nei propri bilanci l'operatività in derivati, mediante un'apposita nota indicante la valutazione degli oneri e dei rischi finanziari correlati al contratto derivato (con conseguenze anche in punto rispetto o meno del patto di stabilità);

---

*to market è detto anche costo di sostituzione, perché corrisponde al prezzo, dettato dal mercato in un dato momento storico, che i terzi sarebbero disposti a sostenere per subentrare nel contratto stesso*". Cass. Pen. sez. II, 8 luglio 2016, n.14059.

<sup>55</sup> Il premio in liquidità erogato dall'istituto di credito all'inizio del contratto a riequilibrare una prognosi negativa dell'alea nel prosieguo del rapporto, che passa dall'essere *non par* a *par*. Ossia la materializzazione del *mark to market* al momento zero di un contratto *non par* e che rappresenta il *fair value* o ancora un'anticipazione in denaro versata dalla banca, alla quale fa da contraltare l'appesantimento degli obblighi a carico di controparte per la durata residua del derivato; la prima dazione (al tempo  $t_0$ ) della serie di differenziali periodici risultanti dal derivato; a differenza dei futuri pagamenti, che all'inizio risultano indeterminati nel segno e nell'importo, l'*up front* è certo e determinato. F. D'Arcangelo, *op. cit.*, p.25 ss.; M. Ruggi, G. Settanni, *op. cit.*, p.351 ss.

<sup>56</sup> G. Mantovano, *op. cit.*, p.377 ss.; Cass. pen. sez. II, 21 dicembre 2011, n.47421.

<sup>57</sup> M. Ruggi, G. Settanni, *op. cit.*, p.351 ss.

<sup>58</sup> G. Mantovano, *op. cit.*, p.378 ss.

<sup>59</sup> A. Paletta, *Il Mark-to-Market degli strumenti finanziari derivati: tra metafisica giurisprudenziale e concretezza delle regole contabili*, in *Riv. dir. banc., dirittobancario.it*, 6, 2012.

<sup>60</sup> V. Pacileo, *op. cit.*, p.130/131; Tribunale di Milano, 19 dicembre 2012 n.13976.



3. le rilevazioni periodiche del *mark to market* che influenzano il *rating* degli enti locali, attribuiti dalle stesse banche controparti in ossequio ai principi di Basilea II<sup>61</sup>;
4. la circostanza che dal 2005 il *mark to market* è comunicato dagli istituti di credito alla Centrale dei Rischi della Banca d'Italia e spiega così effetto sull'accesso al credito.

Secondo tale orientamento, per di più, non può nemmeno ritenersi fondata la verifica *ex post* del danno, dal momento che, con riferimento agli enti locali, l'art.41, L. 28 dicembre 2001, n.448, nel consentire le operazioni finanziarie unicamente “*al fine di contenere il costo dell'indebitamento*” senza disporre che la valutazione della convenienza economica dell'operazione sia effettuata al termine del contratto, richiede necessariamente un apprezzamento a priori e non a posteriori<sup>62</sup>.

#### **2.4 Ingiusto profitto**

L'ingiusto profitto è la seconda conseguenza - dopo il danno - che deriva dalla disposizione patrimoniale. Dal momento che nella truffa a mezzo derivati il vantaggio sarà sempre di natura economica, non rileva ai fini della presente trattazione la distinzione tra le due diverse accezioni di profitto, ossia come soddisfacimento di qualsiasi utilità<sup>63</sup> o come incremento patrimoniale (o mancato decremento). Bisognerà, di converso, soffermarsi sull'ingiustizia del profitto, intesa non come contrasto con una norma giuridica (equiparando così l'ingiustizia con l'illiceità, restringendo eccessivamente l'operatività della fattispecie), ma come mera mancanza di una legittimazione<sup>64</sup>; è ingiusto il profitto *sine causa*<sup>65</sup>.

In relazione agli strumenti finanziari, non potrà certo ritenersi di per sé ingiusto un profitto derivante dal contratto aleatorio (quando la banca abbia fornito specificatamente informazioni sull'entità e le caratteristiche della specifica alea del contratto); bisogna approfondire, invece, nuovamente la nozione di costi occulti e impliciti. Nonostante alcune impostazioni accusatorie avessero additato di ingiustizia i profitti derivanti alle banche da tali costi - idonei a pregiudicare quella che dovrebbe essere una parità dell'alea nel momento iniziale del contratto così reso *non par*<sup>66</sup> -, in realtà risulta indubbio che gli istituti di credito abbiano diritto al

<sup>61</sup> International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards (Nuovo Accordo sui requisiti minimi di capitale) firmato a Basilea nel 2004.

<sup>62</sup> R. Cesari, *Il diritto contro l'economia: commento a una recente sentenza della Cassazione*, in *ilcaso.it*, 2012; A. Paletta, *op. cit.*; L. Zamagni, M. Acciari, *Convenienza economica e mark to market dei contratti derivati degli Enti locali: note critiche alla sentenza n. 47421 del 21/12/2011 della seconda Sezione penale della Corte di Cassazione*, in *Riv. dir. banc., dirittobancario.it*, 11, 2012.

<sup>63</sup> F. Antolisei, *Manuale di diritto penale. Parte speciale, II*, Milano, 2014, p. 374.

<sup>64</sup> G. Fiandaca, E. Musco, *op. cit.*, p.189.

<sup>65</sup> Cass. pen. sez. II, 3 giugno 2009, n.26270.

<sup>66</sup> G. Mantovano, *op. cit.*, p.374 ss.

corrispettivo (costituito da commissioni, più spese e compenso per l'assunzione del rischio), che costituirà il costo dell'operazione e che, pertanto, dovrà considerarsi lecito<sup>67</sup>. Tale costo altro non è che il legittimo e fisiologico margine di remunerazione della banca, come stabilito anche dall'ABI<sup>68</sup>. Non basta quindi la presenza di costi impliciti nel contratto derivato per ritenere integrata l'ipotesi di truffa.

Ingiusto sarà, invece, il profitto ottenuto dall'intermediario nel caso in cui, tramite i propri artifici e raggiri, abbia indotto in errore il contraente nello stipulare un derivato che non avrebbe altrimenti sottoscritto e dal quale l'istituto di credito ricavi utili.

### **2.5 Truffa ed elemento soggettivo**

In punto dolo si può brevemente considerare come non vi siano particolari difficoltà interpretative. L'elemento psicologico del delitto di truffa è il dolo generico, a nulla rilevando la specifica finalità del comportamento, il motivo che ha spinto l'agente a realizzare l'inganno o l'intento di profitto (non si ravvede un'ipotesi di dolo specifico). Tanto in dottrina, quanto in giurisprudenza, si richiede che l'elemento soggettivo del reato, dovendo rivestire ogni elemento della fattispecie, deve vertere anche sulla patrimonialità del danno e sulla ingiustizia del profitto<sup>69</sup>.

Bisogna, però, considerare come il dolo proprio del reato di truffa non è solo quello diretto, ma anche quello eventuale; cosicché gli elementi costitutivi del reato, ancorché solo possibili, in assenza di una consapevole assunzione di rischio da parte dell'operatore economico per fatti omissivi dell'intermediario, possono comunque configurare un comportamento ingannevole, come attestato dalla Cassazione in una sentenza proprio in tema di *swap*<sup>70</sup>.

---

<sup>67</sup> V. Pacileo, *op. cit.*, p.116/121.

<sup>68</sup> G. Mantovano, *op. cit.*, p.382 ss.

<sup>69</sup> V. Manzini, *Trattato di diritto penale italiano*, Torino, 1952, p.769 ss.; G. Marini, *Truffa*, in *Digesto pen.*, XIV, Torino, 1999, p.886; Cass. pen. sez. II, 21 giugno 2012, n.24645.

<sup>70</sup> Cass. pen. Sez. II, 13 novembre 2009, n.43347.

### 3. L'USURA NEI DERIVATI

#### 3.1 Cenni introduttivi: usura presunta, usura concreta e usura sopravvenuta

Dopo la truffa, la fattispecie di reato più comunemente contestata in relazione ai contratti derivati è quella prevista e punita dall'art.644 c.p. Esclusa la mediazione usuraria di cui al c.2, ai nostri fini rilevano:

a) un'ipotesi principale di usura presunta, disciplinata dal c.1 della norma in esame<sup>71</sup>, integrato alla luce delle del primo periodo del c.3<sup>72</sup>;

b) un'ipotesi residuale di usura in concreto, contemplata dall'art.644, c.3, c.p.<sup>73</sup>.

Mentre l'usura in concreto andrà accertata calandosi nel caso specifico<sup>74</sup>, l'ipotesi di usura presunta è strutturata secondo il paradigma della norma penale in bianco: a fronte di un precetto generico, per la determinazione in concreto delle condotte punibili occorre l'intervento integrativo della fonte normativa secondaria, costituita dai decreti del Ministero dell'Economia e delle Finanze<sup>75</sup>.

Se, da un lato, l'usura ha natura sinallagmatica e si caratterizza proprio dalla sperequazione nelle prestazioni reciproche tra le parti<sup>76</sup>, dall'altro è un reato a schema duplice, costituito da due diverse fattispecie destinate ad assorbirsi: l'accettazione del patto usurario e l'esecuzione dello stesso mediante il conseguimento di profitti illeciti. Il reato si perfeziona, così, alternativamente con l'accettazione dell'obbligazione rimasta inadempita, ovvero con il pagamento effettivo degli interessi (o con la restituzione del capitale), configurandosi quale

<sup>71</sup> "Chiunque, fuori dei casi previsti dall'articolo 643, si fa dare o promettere, sotto qualsiasi forma, per sé o per altri, in corrispettivo di una prestazione di denaro o di altra utilità, interessi o altri vantaggi usurari, è punito con la reclusione da due a dieci anni e con la multa da euro 5.000 a euro 30.000".

<sup>72</sup> "La legge stabilisce il limite oltre il quale gli interessi sono sempre usurari".

<sup>73</sup> "Sono altresì usurari gli interessi, anche se inferiori a tale limite, e gli altri vantaggi o compensi che, avuto riguardo alle concrete modalità del fatto e al tasso medio praticato per operazioni similari, risultano comunque sproporzionati rispetto alla prestazione di denaro o di altra utilità, ovvero all'opera di mediazione, quando chi li ha dati o promessi si trova in condizioni di difficoltà economica o finanziaria".

<sup>74</sup> I. Gittardi, *La prima pronuncia della Cassazione in materia di usura in concreto*, in *penalecontemporaneo.com*, 2015.

<sup>75</sup> M. Chiaia, L.M. Franciosi, *Strumenti finanziari a debito e usura*, in *Nuova giuris. civ. comm.*, 2005, II, p.224; F. Filice, *L'usura raddoppia le pene e diventa un delitto*, in *Guida al diritto*, 2012, 19, p.85 ss.; G. Oppo, *Lo «squilibrio» contrattuale tra diritto civile e diritto penale*, in *Riv. dir. civ.*, 199, p.533 ss.

<sup>76</sup> G.P. Accinni, *op. cit.*, p.467.

reato istantaneo a consumazione prolungata che perdura fino al momento di cessazione della dazione di quanto convenuto<sup>77</sup>.

Prima di trattare le ipotesi di usura commessa a mezzo derivati, è necessario brevemente soffermarsi sul concetto di usura sopravvenuta. L'usura, difatti, implica una sproporzione originaria del sinallagma pattuito dalle parti e l'elemento soggettivo dell'agente, il quale dovrà rappresentarsi e volere un corrispettivo di entità illecita<sup>78</sup>; in base all'interpretazione autentica fornita dall'art.1, D.L. 29 dicembre 2000, n.394, convertito con L. 28 febbraio 2001, n.24, "ai fini dell'applicazione dell'art.644 c.p. (...) si intendono usurari gli interessi che superano il limite stabilito dalla legge nel momento in cui essi sono promessi o comunque convenuti, a qualunque titolo, indipendentemente dal momento del loro pagamento". Eseggesi che, avallata da due pronunce della Corte Costituzionale<sup>79</sup>, sembrerebbe escludere *tout court* il rilievo penale dell'usura sopravvenuta<sup>80</sup>.

In ogni caso, però, l'esclusione della punibilità dell'usura sopravvenuta riguarda unicamente le ipotesi di usura presunta e non certo quelle di usura in concreto<sup>81</sup>.

### 3.2 Configurabilità dell'usura a mezzo derivati

Sulla base delle sopracitate considerazioni, parte della dottrina arriva a escludere radicalmente l'ipotetica sussistenza della commissione del reato di cui all'art.644 c.p. mediante la sottoscrizione di un contratto derivato<sup>82</sup>.

L'andamento degli strumenti finanziari, difatti, è connesso a numerose variabili e parametri che lo rendono imprevedibile e aleatorio; può quindi essere ipotizzato tramite modelli di previsione, non certo preveduto con certezza. Nei derivati, inoltre, le perdite per il sottoscrittore non possono mai dirsi originarie, ma solo sopravvenute e risulta sostanzialmente impossibile derivare a priori il

<sup>77</sup> F. Antolisei, *op. cit.*, p.374; G. Fiandaca, E. Musco, *op. cit.*, p.181; V. Pacileo, *op. cit.*, p.171; A. Quaranta, *Usura sopravvenuta e principio di proporzionalità*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2013, II, p.491 ss.; M. Zanchetti, *Commentario dell'art.644*, in A. Crespi, F. Stella, G. Zuccalà (a cura di), *Commentario breve al codice penale*, Padova, 1999, p.1869; Cass. pen. sez. II, 5 dicembre 2008, n.45361; Cass. pen. sez. II, 19 dicembre 2006, n.41595.

<sup>78</sup> G.P. Accinni, *op. cit.*, p.469; V. Tavormina, *Banche e tassi usurari: il diritto rovesciato*, in *Contratti*, 2014, p.85 ss.

<sup>79</sup> Corte Cost., 31 ottobre 2002, n. 436; Corte Cost., 25 febbraio 2002, n.29.

<sup>80</sup> F. Civale, *Usura e interessi di mora: dalla computabilità alla rilevanza*, in *Riv. dir. banc., dirittobancario.it*, 2014; F. Civale, *Usura sopravvenuta: la Cassazione riapre il contenzioso banca - cliente*, in *Riv. dir. banc., dirittobancario.it*, 7, 2013; R. Rampioni, *La fattispecie di usura «presunta» nel crogiuolo della pratica applicativa. Il «nodo» della commissione di massimo scoperto mette a nudo il non sense della delega politica ad organi tecnici*, in *Cass. pen.*, 2012, p.361 ss.

<sup>81</sup> M. Chiaia, L.M. Franciosi, *op. cit.*, p.224 ss.; V. Pacileo, *op. cit.*, p.174/175.

<sup>82</sup> G.P. Accinni, *op. cit.*, p.468 ss.

momento di emergenza e l'entità delle stesse. La sproporzione del sinallagma, secondo tale impostazione dottrinale, non si presenterebbe al momento della stipula del contratto, ma solo successivamente sulla base di un sottostante variabile e non determinato.

Tale dottrina, inoltre, fa leva anche sulle seguenti considerazioni: a) tra le categorie omogenee di operazioni rispetto alle quali sono valutati *ex lege* i tassi usurari non sono comprese le operazioni in strumenti finanziari derivati<sup>83</sup>; b) la disciplina dei titoli di puro rischio non ricade nell'ambito delle fattispecie contemplate dalla L. 7 marzo 1996, n.108 (Disposizioni in materia di usura) e, più in generale, la disciplina anti-usura non si applica ai contratti aleatori, in quanto caratterizzati dal rischio e, dunque, dall'impossibilità di stabilire a priori l'*an* e il *quantum* del vantaggio<sup>84</sup>.

Impostazione interpretativa diametralmente opposta, di converso, ritiene del tutto compatibile il delitto di usura con la sottoscrizione di un derivato. Risulta matematicamente dimostrabile, difatti, come il derivato possa essere congeniato proprio per far gravare l'intera alea esclusivamente su una parte contrattuale. Se quindi, nello specifico, mancasse l'aleatorietà del contratto, potrebbe ravvisarsi la natura usuraria del rapporto.

Le tecniche finanziarie moderne hanno, inoltre, consentito di costruire dei portafogli con contratti derivati e opzioni che risultano sostanzialmente equivalenti all'erogazione di un prestito (i c.d. prestiti sintetici o *synthetic loans*<sup>85</sup>), ai quali si dovrebbe anche applicare la disciplina anti-usura<sup>86</sup>.

### **3.3 Rinegoziazione del derivato e usura**

In particolare, il rischio di usura si può individuare con frequenza nella rimodulazione (*unwinding*) del derivato in perdita<sup>87</sup>. In tali casi costituisce prassi il coprire le perdite già maturate dal cliente con il riconoscimento di un *up front* corrispondente al *mark to market* negativo del contratto che viene chiuso. Il nuovo derivato ingloba così la perdita pregressa, spostando il rischio sugli oneri che maturerà nel tempo. Tale secondo contratto (ipotesi classica è quella della rinegoziazione degli *swap*), però, avrà fin dall'origine un *mark to market* negativo,

<sup>83</sup> G.P. Accinni, *op. cit.*, p.468 ss.

<sup>84</sup> M. Chiaia, L.M. Franciosi, *op. cit.*, p.224 ss.; V. Santoro, *Osservazioni su titoli di massa (e dintorni) in relazione alla legge sull'usura*, in *Riv. dir. civ.*, 2002, I, p.381 ss.

<sup>85</sup> Ossia i finanziamenti risultanti dalla combinazione delle due operazioni contraddistinte da un elemento negoziale (mutuo) e da uno strumento finanziario (*swap*).

<sup>86</sup> E. Barone, G. Olivieri, *Derivati e usura: l'utilizzo delle opzioni nella costruzione dei negozi in frode alla legge*, in *Riv. trim. dir. economia*, 2009, I, p.100; V. Pacileo, *op. cit.*, p.179 ss.

<sup>87</sup> L. Calzolari, *La rinegoziazione dei contratti di interest rate swap*, in *Soc.*, 2014, 8-9, p.943 ss.

compensato dall'*up front* necessario a coprire le perdite e sarà, perciò, ancora più oneroso e rischioso per il contraente<sup>88</sup>.

Bisogna, inoltre, evidenziare come tale dottrina riconosce all'*up front* la natura di finanziamento, consistente nell'anticipazione dei flussi di cassa positivi che il cliente riceverà entro la scadenza del contratto. Lo *swap* in particolare verrebbe strutturato proprio in modo tale di garantire alla banca la restituzione dell'*up front* corrisposto e il tasso di interesse allo stesso riferibile soggiace, pertanto, al limite dell'usura<sup>89</sup>.

### **3.4 Swap accessorio e usura**

Anche in assenza di una rimodulazione del derivato con corresponsione dell'*up front*, parte della dottrina sostiene che possa configurarsi la fattispecie di usura. In particolare, può presentarsi il caso di un contratto di finanziamento o mutuo usurario costruito ponendo nello stesso una quota entro la soglia e, in un separato *swap unfair*, la componente ulteriore che andrebbe a eccedere la soglia (si tratta dei già accennati prestiti sintetici). Nel caso in cui tali due operazioni (*swap* e finanziamento o mutuo) fossero concomitanti e collegate - è il caso di uno *swap* che accede a un mutuo con funzione di copertura -, allora interessi, commissioni, oneri e spese debbono essere calcolati congiuntamente per determinare l'eccedenza o meno del tasso soglia<sup>90</sup>. Per esemplificare, un finanziamento al tasso variabile (Euribor) + 1,30%, combinato con uno *swap* variabile (Euribor) contro fisso al 4,19%, sarebbe del tutto equivalente a un finanziamento al tasso fisso del 5,49%<sup>91</sup> (valore finale sul quale deve calcolarsi l'usura presunta o in concreto).

### **3.5 Usura ed elemento soggettivo**

In ultima analisi, si ritiene necessario affrontare la questione dell'aspetto psichico del reato in esame. Il punto risulta cruciale, in quanto, anche nei casi in cui l'elemento oggettivo dell'art.644 c.p. appaia integrato, risulta disagevole la prova della coscienza e volizione degli interessi usurari in capo agli intermediari che propongono la sottoscrizione del derivato.

Basandosi su tale questione, vi è dottrina che tende a escludere alla radice la sussistenza dell'elemento soggettivo richiesto, dal momento che la stessa circostanza in base alla quale in alcuni casi i *mark to market* dei derivati possono

<sup>88</sup> B. Inzitari, *Sanzioni Consob per l'attività in derivati: organizzazione procedure e controlli quali parametri della nuova diligenza professionale e profili di ammissibilità delle c.d. rimodulazioni*, in *ilcaso.it*, 2009.

<sup>89</sup> D. Maffei, *Contratti derivati*, cit., p.604 ss.; R. Marcelli, *L'usura nei derivati OTC up-front e valore di chiusura*, Roma, 15 febbraio 2012; S. Vesentini, *Il giudice civile si pronuncia sui derivati utilizzati dagli enti locali: l'up front nei contratti di Interest Rate Swap*, in *Resp. civ.*, 2010, 12, p.821 ss..

<sup>90</sup> R. Marcelli, *op. cit.*; V. Pacileo, *op. cit.*, p.186/187.

<sup>91</sup> R. Marcelli, *op. cit.*

essere positivi sarebbe sufficiente a dimostrare l'assenza di qualsivoglia profilo psicologico del reato di usura<sup>92</sup>.

Opposto orientamento, invece, ritiene che tale considerazione non sia affatto bastevole. Anzi, non ci si potrebbe nemmeno limitare a considerare come non volontaria la condotta dell'intermediario che abbia applicato dei tassi superiori, ma comunque prossimi alla soglia. Il giudice, invece, in casi consimili, dovrebbe spingersi a vagliare a campione altri rapporti paragonabili sottoscritti dallo stesso istituto di credito per verificare la buona fede oppure un più che sospetto *trend* di contratti derivati che sfocino in ulteriori casi di usura<sup>93</sup>.

---

<sup>92</sup> G.P. Accinni, *op. cit.*, p.470/471.

<sup>93</sup> V. Pacileo, *op. cit.*, p.188/190.



## 4. ENTI PUBBLICI E FINANZA DERIVATA

### 4.1 Disciplina di accesso degli enti pubblici ai derivati e profili critici

Gli enti pubblici locali hanno iniziato a utilizzare gli strumenti derivati per la gestione del debito in tempi relativamente recenti, ossia a partire dagli anni '90, momento nel quale ha preso il via un processo di decentramento della finanza pubblica<sup>94</sup>, prima della riforma del Titolo V della Costituzione con la L. Cost. 18 ottobre 2001, n.3 e con la nuova formulazione dell'art.119, c.6, Cost.<sup>9596</sup>.

Successivamente, il D.Lgs. 18 agosto 2000, n.267 ha autorizzato gli enti locali ad accedere direttamente al mercato dei capitali, mentre, a seguito della L. 28 dicembre 2001, n.448, il D.M. 1 dicembre 2003, n.389 - unitamente alla Circolare esplicativa 27 maggio 2004 (in G.U. del 3 giugno 2004, n.128) - ha per la prima volta regolato la disciplina dei contratti derivati conclusi dagli enti pubblici, stabilendo alcuni principi cardine come: a) l'esclusione di finalità speculativa e l'esclusiva funzione di copertura dei rischi<sup>97</sup>; b) la possibilità di sottoscrivere unicamente contratti base (*plan vanilla*); c) possibilità di ristrutturare il debito senza diluire le passività in momento successivo a quello del precedente contratto; d) possibilità di contrarre solo con intermediari a *rating* elevato. L'art.1, c.736 ss., L. 27 dicembre 2006, n.296 ha ulteriormente precisato come le operazioni in derivati utilizzate dagli enti pubblici debbono essere improntate a ridurre il costo del debito e l'esposizione al rischio.

L'art.62, D.L. 25 maggio 2008, n.112 (convertito con L. 6 agosto 2008, n.133), così come modificato dall'art.3, L. 22 dicembre 2008, n.203, ha stabilito il divieto temporaneo di stipulare nuovi contratti derivati fino all'emanazione di un apposito regolamento ministeriale che ne statuisca la disciplina (disposizione che ha sollevato non pochi dubbi di costituzionalità<sup>98</sup>) e ha sostanzialmente ribaltato la filosofia cui si ispirano i rapporti della pubblica amministrazione con terzi: nella

<sup>94</sup> Art.35 L. 23 dicembre 1994, n.724; L. 20 dicembre 1995, n.539; D.M. 5 luglio 1996, n.420.

<sup>95</sup> "I Comuni, le Province, le Città metropolitane e le Regioni hanno un proprio patrimonio, attribuito secondo i principi generali determinati dalla legge dello Stato. Possono ricorrere all'indebitamento solo per finanziare spese di investimento, con la contestuale definizione di piani di ammortamento e a condizione che per il complesso degli enti di ciascuna Regione sia rispettato l'equilibrio di bilancio. È esclusa ogni garanzia dello Stato sui prestiti dagli stessi contratti".

<sup>96</sup> F. D'Arcangelo, *op. cit.*, p.23 ss.

<sup>97</sup> F. Rocchio, *Contratti (in strumenti finanziari) derivati e causa*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2013, p.106 ss.

<sup>98</sup> A. Benedetti, *La giurisprudenza sui contratti derivati degli enti locali*, in *Giorn. dir. amm.*, 2013, 11, p.1116; A. Scognamiglio, *Profili di costituzionalità dei limiti di utilizzo degli strumenti finanziari derivati da parte degli enti territoriali*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2011, II, p.18.

stipula dei derivati, difatti, la PA è il soggetto debole che deve essere tutelato dalla legge<sup>99</sup>.

Infine, l'art.1, c.572, L. 27 dicembre 2013, n.147 (legge di stabilità 2014) ha previsto un generale divieto per gli enti pubblici territoriali di sottoscrivere derivati o anche solo stipulare finanziamenti con componenti derivate<sup>100</sup>.

Di fatto gli enti pubblici hanno utilizzato con frequenza i derivati al fine di ristrutturare il proprio debito. Questo anche nella logica prettamente politica di ottenere nell'immediatezza della sottoscrizione un *up front* - contabilizzato come attivo di cassa e non come indebitamento e sottratto così alla disciplina restrittiva del patto di stabilità - per poi lasciare in eredità oneri e *mark to market* negativo ai futuri amministratori dell'ente. Tale possibilità di beneficiare più facilmente di una sorta di finanziamento ha determinato così uno sconsiderato uso degli strumenti derivati da parte degli enti pubblici, i quali hanno fatto frequentemente ricorso a operazioni che, a fronte di un immediato ritorno di liquidità per l'ente, prevedevano l'assunzione del rischio di ingenti oneri economici per gli esercizi futuri.

Gli aspetti critici dell'utilizzo dei derivati negli enti pubblici locali risultano, però, davvero numerosi. A partire dalla circostanza che, in parecchi casi, gli enti abbiano concluso i contratti individuando direttamente l'intermediario finanziario e senza ricorrere a una procedura selettiva e senza distinguere la figura dell'*advisor* - soggetto dotato di adeguate conoscenze in capo finanziario e dei mercati mobiliari - dall'intermediario finanziario incaricato di realizzare l'operazione.

Altro elemento problematico è il disposto dell'art.41, c.2, L. 28 dicembre 2001, n.448<sup>101</sup>, il quale stabilisce il criterio della convenienza economica dell'operazione in derivati dell'ente pubblico come condizione di legittimità e sul quale si tornerà *infra* (paragrafo 2.4 del presente capitolo).

---

<sup>99</sup> F.R. Fantetti, *I contratti degli enti pubblici locali in strumenti finanziari derivati*, in *Resp. civ.*, 2010, 11, p.739 ss.; V. Pacileo, *op. cit.*, p.221 ss.; L. Zamagni, M. Acciari, *op. cit.*

<sup>100</sup> Restano salve le possibilità di negoziare mutui con cap o di novare derivati già contratti. D. Gaudiello, *Operatività in derivati ristretta per gli enti locali, dopo la Legge di Stabilità 2014. Restano salvi i mutui strutturati ed alcune ipotesi particolari*, in *dirittobancario.it*, 2014.

<sup>101</sup> “Fermo restando quanto previsto nelle relative pattuizioni contrattuali, gli enti possono provvedere alla conversione dei mutui contratti successivamente al 31 dicembre 1996, anche mediante il collocamento di titoli obbligazionari di nuova emissione o rinegoziazioni, anche con altri istituti, dei mutui, in presenza di condizioni di rifinanziamento che consentano una riduzione del valore finanziario delle passività totali a carico degli enti stessi, al netto delle commissioni e dell'eventuale retrocessione del gettito dell'imposta sostitutiva di cui all'articolo 2 del decreto legislativo 1° aprile 1996, n. 239, e successive modificazioni”.

## **4.2 Casistica giurisprudenziale**

Non solo i contratti derivati stipulati dagli enti locali, ma anche i procedimenti penali instaurati sulla base di tali operazioni non possono certo dirsi rari. Si ritiene utile, a tal fine, fare breve cenno ad alcuni dei casi più rilevanti emersi nel panorama giurisprudenziale nazionale.

### **4.2.1 I derivati dei Comuni di Messina e Taormina**

Un primo caso di interesse - pur in ambito cautelare reale - è quello dei derivati stipulati dai Comuni siciliani di Messina e Taormina, che hanno portato al sequestro preventivo, *ex art.53*, D.Lgs. 8 giugno 2001, n.231, di un importo ritenuto equivalente al profitto ingiusto ricavato dalla banca, alla quale è stata contestata l'ipotesi di truffa.

Il Tribunale del riesame di Messina non ha, però, ritenuto sussistente il *fumus* della misura cautelare, non condividendo la tesi dell'accusa che ha rinvenuto nel silenzio su costi occulti e rischi - idonei a pregiudicare la parità dell'alea - gli artifici e raggiri che avrebbero indotto in errore gli enti pubblici e ha così annullato l'ordinanza cautelare del GIP territoriale.

La Corte di Cassazione, chiamata a giudicare sul ricorso proposto dalla Procura e dai due Comuni, non ha rinvenuto l'attualità e la concretezza del danno, aderendo a quella interpretazione che ravvisa nel *mark to market* un valore unicamente potenziale e che non può, di per sé, condurre a una individuazione determinata del danno. *A fortiori* gli Ermellini hanno evidenziato, inoltre, la necessità di tenere conto anche dell'*up front* versato dalla banca agli enti e del *mark up* dell'intermediario nel bilanciamento delle due prestazioni e non unicamente il dato del valore del *mark to market* in un preciso momento di rilevazione<sup>102</sup>.

### **4.2.2 I derivati del Comune di Orvieto**

Medesima interpretazione ha fornito il Tribunale del Riesame di Terni<sup>103</sup> nell'annullare l'ordinanza del GIP di Orvieto, che aveva sottoposto a sequestro alcune somme ritenute frutto dell'ingiusto profitto dell'istituto creditizio, ottenute tramite la commissione di una presunta truffa ai danni del Comune sede del foro territoriale (nel caso di specie gli artifici e raggiri sono stati ravvisati nell'omessa rappresentazione dei fattori di rischio dell'operazione). Il Tribunale umbro ha, però, sostenuto, sposando lo stesso percorso argomentativo dell'ordinanza di riesame messinese, che l'*interest rate swap* di copertura sottoscritto dall'ente locale

<sup>102</sup> R. Cesari, *op. cit.*; G. Mantovano, *op. cit.*, p.376 ss.; G. Petroni, *op. cit.*, p.184 ss.; V. Pacileo, *op. cit.*, p.126 ss.; L. Zamagni, M. Acciari, *op. cit.*; Cass. pen. sez. II, 21 dicembre 2011, n.47421.

<sup>103</sup> Tribunale del riesame di Terni, ordinanza 8 febbraio 2012.

contenga per sua natura i costi sopportati dalla banca e la remunerazione per i rischi assunti, come avviene usualmente in tutte le operazioni finanziarie. Anche in questo caso, pertanto, è da ritenersi fallace l'assunto dell'accusa che considerava *non par* lo *swap* perché viziato dai costi occulti e concreto il danno subito, basato sul *mark to market*<sup>104</sup>; valore cui non è corrisposta una reale *deminutio patrimonii* per il Comune, ma costituito unicamente da un'entità astratta determinata dai consulenti del PM in modo virtuale<sup>105</sup>. La Cassazione ha dichiarato inammissibile il ricorso proposto dalla Procura di Terni contro tale decisione, condividendo la motivazione del provvedimento impugnato<sup>106</sup>.

#### 4.2.3 Derivati e usura, la sentenza del Tribunale di Alessandria

Pur non afferendo a una ipotesi di reato commesso ai danni di una pubblica amministrazione, occorre citare la sentenza emessa dal Tribunale di Alessandria che si è occupato di indicare delle linee generali in materia di usura commessa a mezzo derivati. Prendendo atto dell'intervenuta estinzione del reato contestato per intervento della prescrizione, il Collegio piemontese ha ritenuto di assolvere gli imputati sostenendo che non sia possibile considerarsi integrato il delitto di cui all'art.644 c.p., se non ancorando l'alea a elementi assolutamente prevedibili - pur nella loro fluttuazione - da permettere, già al momento di conclusione del contratto, di individuare un tasso usurario. La scommessa contrattuale connaturata nel derivato, pertanto, potrebbe costituire reato solo se sia stata costruita contrattualmente fin dall'origine in modo tale da costituire un alto rischio solo per una parte, che sia tenuta a restituire rispetto all'*up front* ottenuto una somma caricata da un *surplus* qualificabile come interesse usurario<sup>107</sup>.

#### 4.2.4 I derivati del Comune di Milano

Ma il *leading case* in materia di contratti derivati perfezionati da enti pubblici è costituito senza ombra di dubbio dal procedimento penale sugli strumenti derivati stipulati dal Comune di Milano, che ha portato a una condanna per truffa aggravata a carico degli imputati persone fisiche e delle banche di investimento in primo grado<sup>108</sup> e una assoluzione perché il fatto non sussiste

<sup>104</sup> Definito dal Tribunale del riesame di Terni come “*l'attualizzazione in termini di proiezione futura dei costi a carico in dipendenza dell'eventuale risoluzione anticipata dei contratti, alla stregua, in sostanza, di una clausola penale che garantisse la banca contro il rischio di sopportare definitivamente, in caso di risoluzione anticipata gratuita, i costi dell'operazione, compreso l'importo dell'up front*”.

<sup>105</sup> Mantovano, *op. cit.*, p.380 ss.

<sup>106</sup> F. Bruno, A. Rozzi, *op. cit.*, p.923; M. Ruggi, G. Settanni, *op. cit.*, p.351 ss.; Cass. pen. sez. II, 28 giugno 2012, n.25516.

<sup>107</sup> Tribunale di Alessandria, 29 gennaio 2014, n.156.

<sup>108</sup> Tribunale di Milano, 19 dicembre 2012, n.13976.

pronunciata in appello<sup>109</sup> (sentenza definitiva, dal momento che non è stato presentato alcun ricorso in Cassazione).

Nella sentenza di secondo grado si possono trovare, difatti, degli interessantissimi principi che l'interprete deve imparare a comprendere e maneggiare con destrezza qualora intendesse muoversi in tale contesto.

Innanzitutto, nella suddetta pronuncia si fa riferimento alla già accennata questione del valore nullo dello *swap*, che dovrebbe essere costruito in modo da garantire un equilibrio sinallagmatico tra le prestazioni negoziali dei soggetti coinvolti, sì da assicurare la sussistenza di uno scambio equo e legittimo fra le parti contraenti. I giudici di seconde cure non hanno accolto la tesi dell'accusa secondo la quale la condotta artificiosa delle banche sarebbe consistita nella semplice strutturazione di un contratto derivato che, in contrasto con la costante prassi e l'uniforme condotta di mercato, non aveva valore iniziale uguale a zero ma, per converso, presentava un valore positivo nei confronti dell'intermediario finanziario. Nel momento della stipula, difatti, la neutralità di un derivato è un postulato esclusivamente teorico-astratto; in un mercato concreto e reale è assolutamente legittimo che un derivato nasca con un *fair value* iniziale positivo per l'intermediario e negativo per il cliente, in ragione della necessità per l'istituto di credito di ripagare i costi della propria operatività, di coprirne i rischi e di ottenere una aspettativa di profitto (*“neppure Candide, ou l'Optimisme riuscirebbe ad immaginare la prestazione di un servizio di intermediazione e/o transazione bancaria del tutto gratuito”*). Né ci sarebbe alcun preciso obbligo di *disclosure* del *fair value* iniziale o dei costi impliciti<sup>110</sup>. In ogni caso, ogni contratto - derivato o meno - non richiede affatto, ai fini della propria legittimità, la concreta equivalenza delle prestazioni e l'assenza di profitto per una delle parti.

Il secondo punto nodale della pronuncia della Corte meneghina si riferisce alla già ampiamente trattata *vexata quaestio* dell'attualità e concretezza del danno derivante dal *fair value* del contratto al momento della sua stipulazione (per cui si rimanda al capitolo 2, paragrafo 3, significando solo come la sentenza *de qua* ha accolto la tesi della mancanza del danno, data l'astrattezza del *mark to market*), mentre un altro aspetto di notevole interesse è quello concernente il calcolo di convenienza economica dell'operazione in derivati. Il già citato art.41, c.2, L. 28 dicembre 2001, n.448 dispone che gli enti locali possano convertire o rinegoziare mutui o finanziamenti esclusivamente *“in presenza di condizioni di rifinanziamento che consentano una riduzione del valore finanziario delle passività totali a carico degli enti stessi, al netto delle commissioni e dell'eventuale*

<sup>109</sup> Corte Appello Milano, 3 giugno 2014, n.1937.

<sup>110</sup> Scrive la Corte: *“La trasparenza nella comunicazione non può avere fonte nei desiderata individuali ma solo nella legge”*.

*retrocessione del gettito dell'imposta sostitutiva*<sup>111</sup>. E ciò al fine di evitare che i nuovi debiti generino per l'ente un ammontare di flussi di cassa superiori rispetto a quelli che deriverebbe dalle passività da estinguere. Nel caso dei derivati del Comune di Milano il terzo pilastro argomentativo dell'accusa era costituito proprio dall'addebito secondo cui gli intermediari avrebbero presentato all'ente una valutazione di convenienza economica erronea (nella quale non sarebbero stati calcolati i costi impliciti, inducendo così controparte in errore). Ma il calcolo di convenienza economica di cui all'art.41, c.2, deve essere effettuato dall'ente pubblico - che è operatore qualificato *ex lege*, il quale non può farsi trovare impreparato sui relativi aspetti tecnici di rilievo - e non certo dall'intermediario, che è controparte contrattuale. L'ente deve quindi obbligatoriamente attrezzarsi in proprio a stimare il valore dei derivati acquistati e, prima ancora, la loro rispondenza alle condizioni di complessiva convenienza economica in vista del contenimento del costo complessivo dell'indebitamento. Di converso, l'eventuale e inescusabile impreparazione tecnica dell'ente (che, in casi del genere deve farsi assistere da *advisor* esterni diversi dalla controparte contrattuale del derivato) non può essere addebitata alla banca<sup>112</sup>. La Corte, nel riformare in senso assolutorio le condanne di primo grado, si è spinta persino più oltre, arrivando ad affermare come l'ente - stigmatizzato a più riprese nella sentenza citata<sup>113</sup> - ha comunque il dovere di annullare ogni asimmetria informativa, deve sapere dell'esistenza e dell'impatto dei costi impliciti e deve tenerli presenti nella valutazione di convenienza<sup>114</sup>.

---

<sup>111</sup> La circolare del MEF del 28 giugno 2005, ha successivamente precisato che “*Tale riduzione si considera conseguita se, all'atto dell'operazione, il valore finanziario, cioè la somma dei valori attuali dei flussi della nuova passività (ciascun flusso costituito dalle quote capitale e quote interesse alle relative scadenze) nonché delle commissioni, penali e accessori dovuti per l'estinzione del vecchio mutuo e delle commissioni per l'accensione del nuovo prestito, risulti inferiore alla somma dei valori attuali dei flussi della passività preesistente che si vuole convertire / rinegoziare*”.

<sup>112</sup> La Corte si spingerà anche ad affermare come il suddetto art.41 non concerne i derivati, dal momento che non rappresentano un debito o una passività.

<sup>113</sup> L'ente avrebbe dovuto, con il supporto di consulenti tecnici indipendenti, “*affrontare in posizione paritaria con l'intermediario finanziario – da operatore qualificato quale deve essere, o de jure o de facto – anche il discusso e controverso tema dei costi o margini di transazione (che per convenzione continueremo a chiamare «impliciti»)...* Una generalizzata impreparazione – inescusabile per l'ente pubblico e, ora, allo stato dell'ormai ricca esperienza giudiziaria anche per i giudici – ha infatti ingenerato il convincimento (errato) che (i costi delle operazioni in derivati) fossero infatti inesistenti”. La Corte d'Appello lombarda ha, sul punto, diffusamente citato la sentenza del Consiglio di Stato sez. V, 27 novembre 2012, n.5962 che ha statuito come “*sussisteva certamente, o quanto meno poteva ragionevolmente pretendersi, un onere di diligenza nell'informarsi puntualmente e richiedere alle banche circostanziate notizie sui predetti contratti derivati, onde poter consapevolmente indirizzare le proprie scelte*”.

<sup>114</sup> G.M. Danusso, *Derivati del Comune di Milano: commento alla sentenza della Corte di Appello di Milano*, in *dirittobancario.it*, 2014; V. Pacileo, *op. cit.*, p.150 ss.

#### 4.2.5 I derivati della Regione Sicilia

Uno degli ultimi provvedimenti giudiziari, in ordine temporale, avente a oggetto un contratto in derivati stipulato da un ente pubblico locale è quello afferente gli *swap* sottoscritti dalla Regione Sicilia. A seguito dell'annullamento del sequestro preventivo disposto dal Tribunale del riesame di Palermo<sup>115</sup>, il GIP ha disposto, su richiesta della Procura, l'archiviazione di un procedimento riguardante cartolarizzazioni e derivati<sup>116</sup>. Oltre alle questioni già richiamate in precedenza in punto attualità del danno, valore nullo dello *swap* e legittimità dei costi impliciti, di particolare interesse sono le considerazioni svolte in sede cautelare dal giudice del riesame in relazione alla condotta negoziale della Regione e successivamente fatte proprie dall'organo inquirente in sede di richiesta di archiviazione. L'ente pubblico, difatti, non può e non deve essere considerato *“come una sorta di minus habens, alla stregua di cliente sprovvisto e sempliciotto, in balia del mercato finanziario ed in tutto e per tutto dipendente dalle informazioni, dalle valutazioni e dalle riassicurazioni che la sola Nomura (intermediario) sarebbe stata in grado di somministrarle, mentre la Regione Siciliana stessa sarebbe stata del tutto incapace di acquisirle (le informazioni e le valutazioni), anche quando riguardavano norme giuridiche, pure secondarie ed alla stessa Regione (e non anche alle banche d'affari o a terzi soggetti diversi da pubbliche amministrazioni) rivolte (come ad esempio circolari, indirizzate dal Ministero delle Finanze ad enti pubblici)”*<sup>117</sup>. Nel caso di specie, difatti, si contestava che in uno dei contratti di *swap* fosse stato inserito un *collar*, con tasso *cap* e tasso *floor*, clausola esclusa dalle linee guida contenute in una circolare ministeriale in una situazione in cui la convenienza economica dell'operazione spettava esclusivamente alla Regione. Ma l'ente agisce come operatore qualificato, deve saper valutare il particolare contratto proposto - con le relative clausole - e deve conoscere le circolari del Ministero, che sono vincolanti per la Regione, ma non per l'intermediario. Il Tribunale del riesame siciliano ha, così, escluso che l'elusione di una prescrizione rivolta all'ente potesse in alcun modo qualificarsi come condotta integrante artifici e raggiri perpetrati dall'istituto di credito, spingendo la Procura a chiedere l'archiviazione del procedimento penale<sup>118</sup>.

<sup>115</sup> Tribunale del riesame di Palermo, 23 settembre 2014 nn.240,241 e 242; 24 settembre 2014 n.255.

<sup>116</sup> Tribunale di Palermo, sez. GIP, decreto 22 aprile 2016.

<sup>117</sup> Tribunale del riesame di Palermo, 23 settembre 2014 nn.240.

<sup>118</sup> F. Vitale, *op. cit.*, n.10.



## 5. INGANNO ED ERRORE NELLA STIPULAZIONE DEI DERIVATI

Quanto emerso e sopra analizzato in relazione ai procedimenti penali afferenti in particolar modo i derivati del Comune di Milano e della Regione Sicilia, permette di terminare il presente contributo con un *focus* sul ruolo della presunta vittima nei reati contro il patrimonio a concorso necessario improprio (o plurisoggettivi impropri), quali sono la truffa e l'usura.

Tale categoria di illeciti racchiude le fattispecie che richiedono come elemento costitutivo il compimento di una pluralità di condotte da parte di una pluralità di persone e nei quali la norma incriminatrice assoggetta a pena soltanto alcuni tra coloro che pongono in essere la condotta tipica del reato. La non punibilità delle condotte di taluni soggetti nelle ipotesi di concorso necessario improprio trova la sua *ratio* proprio nella circostanza che in tali casi collabora alla realizzazione del reato proprio la vittima, ossia la persona per la cui tutela è dettata la norma penale (c.d. reati a cooperazione artificiosa)<sup>119</sup>.

Nei casi di usura, ma soprattutto di truffa commessa a mezzo di strumenti derivati, abbiamo così quella che Cesare Pedrazzi chiama una “*dramatis personae*” consistente nella necessaria e fattiva partecipazione al fatto tipico del soggetto offeso, che riveste la qualità di protagonista e non solo spettatore dell'azione. In tali casi l'illiceità della condotta non nasce da una aperta illegalità, ma dalle “male arti” usate dal reo per ottenere la cooperazione della vittima, che consente l'insidia nel rapporto patrimoniale<sup>120</sup>. Nelle ipotesi trattate nel presente lavoro, difatti, si ha proprio l'ente pubblico che negozia, sottoscrive e - a meno di reati contro la pubblica amministrazione - considera conveniente il derivato, partecipando così all'atto di disposizione patrimoniale e producendo il risultato (che si crede non voluto dalla vittima), il danno.

Il reo, insomma, capta la cooperazione della persona offesa sfruttando una condizione di debolezza della stessa (asimmetria informativa) e/o l'inganno (consistente nel celare particolari, costi, clausole o il livello di rischio) per spingerla a un atto di disposizione dannoso, dopo aver cagionato nella mente del soggetto passivo la rappresentazione erronea.

Nei casi di contrattazioni in derivati tra intermediari ed enti pubblici, pertanto, sarà opportuno calare tali considerazioni in un campo nel quale il ruolo della presunta persona offesa sarà del tutto centrale. Bisognerà indagare a fondo su quale potrà essere la cooperazione dei funzionari del soggetto pubblicistico, che non possono in ogni caso limitarsi a ritenersi parte debole e crogiolarsi su

<sup>119</sup> F. Mantovani, *Diritto penale. Parte generale*, Padova, 2011, p.230, ss.; L. Marinucci, E. Dolcini, *Manuale di diritto penale. Parte generale*, Milano, 2009, p.213 ss.; T. Padovani, *Diritto Penale*, Milano, 2008, p.302 ss.; C. Pedrazzi, *op. cit.*, p.62 ss.; M. Ronco, *Commentario al Codice Penale, Tomo I*, Milano, 2007, p.141 ss.

<sup>120</sup> C. Pedrazzi, *op. cit.*, p.39 ss.

un'asimmetria informativa tale da far gravare unicamente sull'istituto creditizio l'onere conoscitivo. Tanto più che in molti casi l'ente locale - a volte anche in assenza di alcuna procedura di selezione - si rende del tutto negligente nell'avvalersi come *advisor* delle stesse banche proponenti lo strumento finanziario complesso, in palese conflitto di interessi. Ma tale conflitto di interessi non è in sé sufficiente a ritenere integrata l'induzione in errore da parte dell'ente (che, si può dire, in questo caso si mette consapevolmente nelle condizioni di farsi indurre in errore e la cooperazione della vittima del reato risulta sempre più marcata)<sup>121</sup>.

In altri casi, invece, la persona offesa, che ricordiamo essere un soggetto qualificato, non un "*minus habens*", è in prima persona investita di rilevanti oneri propedeutici alla negoziazione dello strumento finanziario (quali il calcolo di convenienza economica o il rispetto di circolari ministeriali, per limitarci a ipotesi contemplate nella giurisprudenza summenzionata).

Una grave impreparazione tecnica dell'ente - che deve riallineare l'asimmetria informativa, anche ricorrendo a consulenti terzi -, pertanto, non potrebbe mai considerarsi "terreno fertile" per un'opera di induzione in errore da parte dell'intermediario, che, quindi, si limiterebbe a condotte omissive o di mantenimento in errore.

Se, in prima analisi, il termine induzione in errore non sembra ricomprendere la causalità omissiva - coprendo così solo in casi in cui l'errore nasca *ex novo* per effetto della condotta fraudolenta - e anche alcune ipotesi di causalità attiva, come quelle in cui l'agente si adopera a mantenere in vita un errore già sorto, bisogna però precisare alcuni aspetti. Escluso pacificamente un obbligo di impedire l'evento induzione in errore o di agire ai fini di una rettifica dello stesso, nemmeno lo sfruttamento dell'altrui errore o il mantenimento dello stesso - rilevante nella fattispecie di insolvenza fraudolenta, ma non di truffa - possono integrare l'induzione in errore, elemento costitutivo dell'art.640 c.p., seppur avente rilievo causale attivo<sup>122</sup>.

In conclusione, pur concentrandosi sugli elementi sopra analizzati (attualità danno, entità di artifici e raggiri, etc.) e quindi sulla condotta dell'agente, al fine di arrivare correttamente ad accertare una responsabilità penale nella stipulazione di

---

<sup>121</sup> Sul punto la Corte d'Appello di Milano sopra citata ha affermato che la legge vuole che un qualsiasi conflitto di interessi non palese sia oggetto d'informativa in forza della regola nota come "*disclose or abstain*": l'operazione conflittuale "*non è vietata in sé, ovviamente, ma il cliente deve solo essere messo nelle condizioni di conoscere l'esistenza del conflitto per poter liberamente decidere se, nonostante quest'ultimo, l'operazione proposta valga comunque la pena di intraprenderla oppure no*". Qualora, al contrario, il conflitto sia palese e dunque la controparte dell'intermediario è consapevole del ruolo di controparte che l'istituto assume, allora non c'è bisogno di ulteriore informativa. G.M. Danusso, *op. cit.*; F. D'Arcangelo, *op. cit.*, p.20 ss.

<sup>122</sup> C. Pedrazzi, *op. cit.*, p.177 ss.

un contratto derivato, sarà fondamentale porsi anche nell'ottica della persona offesa del reato, tanto più se connaturata da stimate pubblicistica.

### BIBLIOGRAFIA

- G.P. Accinni, *Operatività in derivati e profili di responsabilità penale*, in *Riv. soc.*, 2008, p.450;
- F. Antolisei, *Manuale di diritto penale. Parte speciale, II*, Milano, 2014;
- E. Barcellona, *Strumenti finanziari derivati: significato normativo di una «definizione»*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2012, I, p.541 ss.;
- E. Barone, G. Olivieri, *Derivati e usura: l'utilizzo delle opzioni nella costruzione dei negozi in frode alla legge*, in *Riv. trim. dir. economia*, 2009, I, p.100;
- A. Benedetti, *La giurisprudenza sui contratti derivati degli enti locali*, in *Giorn. dir. amm.*, 2013, 11, p.1116 ss.;
- R. Borsari, *Gli strumenti finanziari derivati*, in *Contabilità, Finanza e Controllo*, 2008, 6, p.510 ss.;
- R. Borsari, *Profili civilistici degli strumenti finanziari derivati*, in *Contabilità, Finanza e Controllo*, 2008, 7, p.640 ss.;
- F. Bruno, A. Rozzi, *La posizione del giudice penale sui contratti derivati*, in *Corr. merito*, 2012, p.923 ss.;
- G. Buffone, *Strumenti finanziari: sotto la lente i contratti derivati*, in *Guida al diritto*, 2015, 33, p.33 ss.;
- L. Calzolari, *I contratti di interest rate swap*, in *Soc.*, 2013, p.1371 ss.;
- L. Calzolari, *La rinegoziazione dei contratti di interest rate swap*, in *Soc.*, 2014, 8-9, p.943 ss.;
- L. Calzolari, *Una sentenza in materia di contratti swap poco in linea con il diritto nazionale ed europeo*, in *Soc.*, 2014, 4, p.441 ss.;
- A. Carleo, C.D. Mottura, L. Mottura, *Sul "valore" di un derivato. Argomentazioni in margine alla disputa tra amministrazioni pubbliche e banche*, in *Contratti*, 2011, 4, p.383 ss.;
- R. Cesari, *Il diritto contro l'economia: commento a una recente sentenza della Cassazione*, in *ilcaso.it*, 2012;
- M. Chiaia, L.M. Franciosi, *Strumenti finanziari a debito e usura*, in *Nuova giuris. civ. comm.*, 2005, II, p.224 ss.;
- V.V. Chionna, *Strumenti finanziari e prodotti finanziari nel diritto italiano, Banca borsa e titoli di credito*, 2011, I, p.1 ss.;
- F. Civale, *Usura sopravvenuta: la Cassazione riapre il contenzioso banca - cliente*, in *Riv. dir. banc., dirittobancario.it*, 7, 2013;
- F. Civale, *Usura e interessi di mora: dalla computabilità alla rilevanza*, in *Riv. dir. banc., dirittobancario.it*, 2014;
- CONSOB, *I principali prodotti derivati*, in *consob.it*, 2012;
- F. D'Arcangelo, *Negoziato di contratti derivati over the counter. Profili penali e di responsabilità degli enti ex d.lgs. 231/2001*, in *Resp. amm. soc. ed enti*, 2009, 4, p.13 ss.
- G.M. Danusso, *Derivati del Comune di Milano: commento alla sentenza della Corte di Appello di Milano*, in *dirittobancario.it*, 2014;

- F. Di Marzio, *Illiceità penale della condotta e invalidità del contratto*, in *Contratti*, 2014, p.307 ss.;
- F.R. Fantetti, *I contratti degli enti pubblici locali in strumenti finanziari derivati*, in *Resp. civ.*, 2010, 11, p.739 ss.;
- F.R. Fantetti, *Truffa contrattuale in operazioni finanziarie su derivati*, in *Resp. civ.*, 2010, p.426 ss.;
- G. Fiandaca, E. Musco, *Diritto penale. Parte Speciale. I delitti contro il patrimonio*, Bologna, 2015;
- F. Filice, *L'usura raddoppia le pene e diventa un delitto*, in *Guida al diritto*, 2012, 19, p.85 ss.;
- S. Galimberti, *Analisi del recente orientamento giurisprudenziale sul mark-to-market alla luce della teoria e prassi matematico-finanziaria*, in *dirittobancario.it*, 2012;
- D. Gaudiello, *Operatività in derivati ristretta per gli enti locali, dopo la Legge di Stabilità 2014. Restano salvi i mutui strutturati ed alcune ipotesi particolari*, in *dirittobancario.it*, 2014;
- E. Girino, *I contratti derivati*, Milano, 2010;
- I. Gittardi, *La prima pronuncia della Cassazione in materia di usura in concreto*, in *penalecontemporaneo.com*, 2015;
- B. Inzitari, *Sanzioni Consob per l'attività in derivati: organizzazione procedure e controlli quali parametri della nuova diligenza professionale e profili di ammissibilità delle c.d. rimodulazioni*, in *ilcaso.it*, 2009;
- D. Maffei, *Contratti derivati*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2011, I, p.604 ss.;
- D. Maffei, *La causa del contratto di interest rate swap e i costi impliciti*, in *Riv. dir. banc.*, *dirittobancario.it*, 3, 2013;
- M.B. Magro, *Truffa contrattuale e derivati: profilazione dell'investitore e standard di tutela penale*, in *Cass. Pen.*, 2015, 9, p.3355 ss.;
- V. Manes, *Delitti contro il patrimonio, p. terza: delitti contro il patrimonio mediante frode. Truffa*, in AA. VV., *Diritto penale, lineamenti di parte speciale*, Bologna, 2006, p.568 ss.;
- F. Mantovani, *Diritto penale. Delitti contro il patrimonio*, Padova, 2002;
- F. Mantovani, *Diritto penale. Parte generale*, Padova, 2011;
- G. Mantovano, *Mark to market, danno e truffa contrattuale al vaglio della Corte di Cassazione*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 2012, p.370 ss.;
- V. Manzini, *Trattato di diritto penale italiano*, Torino, 1952;
- R. Marcelli, *L'usura nei derivati OTC up-front e valore di chiusura*, Roma, 15 febbraio 2012;
- G. Marini, *Truffa*, in *Digesto pen.*, XIV, Torino, 1999, p.886 ss.;
- L. Marinucci, E. Dolcini, *Manuale di diritto penale. Parte generale*, Milano, 2009;
- G. Oppo, *Lo «squilibrio» contrattuale tra diritto civile e diritto penale*, in *Riv. dir. civ.*, 199, p. 533 ss.;
- V. Pacileo, *I Derivati*, Torino, 2015;
- T. Padovani, *Diritto Penale*, Milano, 2008;

- A. Paletta, *Il Mark-to-Market degli strumenti finanziari derivati: tra metafisica giurisprudenziale e concretezza delle regole contabili*, in *Riv. dir. banc., dirittobancario.it*, 6, 2012;
- C. Pedrazzi, *Inganno ed errore nei delitti contro il patrimonio*, Milano, 1955;
- G. Petroni, *Truffa contrattuale e strumenti finanziari derivati: il mark to market nel diritto penale*, in *Cass. pen.*, 2013, p.184 ss.;
- C. Piergallini, “Civile” e “penale” a perenne confronto: l’appuntamento di inizio millennio, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 2012, p.1311 ss.;
- G.B. Portale, *Quale futuro per i derivati?*, trascrizione del dibattito di Milano 11.11.2010, in *ghidini-associati.it*, 2010;
- A. Quaranta, *Usura sopravvenuta e principio di proporzionalità*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2013, II, p.491 ss.;
- R. Rampioni, *La fattispecie di usura «presunta» nel crogiuolo della pratica applicativa. Il «nodo» della commissione di massimo scoperto mette a nudo il non sense della delega politica ad organi tecnici*, in *Cass. pen.*, 2012, p.361 ss.;
- F. Rocchio, *Contratti (in strumenti finanziari) derivati e causa*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2013, p.106 ss.;
- M. Ronco, *Commentario al Codice Penale, Tomo I*, Milano, 2007;
- M. Ronco, B. Romano, *Codice penale commentato*, Milano, 2012, p.3260 ss.;
- G. Rotolo, *Bond, swap e delitto di truffa*, in *Soc.*, 2014, 10, p.1130 ss.;
- M. Ruggi, G. Settanni, *Upfront e mark to market nelle operazioni in derivati*, in *Contratti*, 2012, 5, p.351 ss.;
- V. Santoro, *Osservazioni su titoli di massa (e dintorni) in relazione alla legge sull’usura*, in *Riv. dir. civ.*, 2002, I, p.381 ss.;
- G. Sardo, *Natura e causa del contratto di interest rate swap*, in *Corr. Giur.*, 2015, I, p.41 ss.;
- A. Scognamiglio, *Profili di costituzionalità dei limiti di utilizzo degli strumenti finanziari derivati da parte degli enti territoriali*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2011, II, p.18 ss.;
- V. Tavormina, *Banche e tassi usurari: il diritto rovesciato*, in *Contratti*, 2014, p.85 ss.;
- A. Tucci, *Contratti derivati: determinazione dell’alea e determinabilità dell’oggetto*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2015, 2, p.229 ss.;
- S. Vesentini, *Il giudice civile si pronuncia sui derivati utilizzati dagli enti locali: l’up front nei contratti di Interest Rate Swap*, in *Resp. civ.*, 2010, 12, p.821 ss.;
- F. Vitale, *Truffa contrattuale e derivati. Il caso “Nomura - Regione Sicilia”*: il Gip di Palermo nel solco della giurisprudenza nazionale, in *Giurisprudenza Penale Web*, 2016, n.10;
- M. Zaccagnini, S. D’Avolio, L. Bonito Oliva, *I contratti derivati: nozioni di base*, in L. Acciari, M. Bragantini, D. Braghini, F. Chiarenza, E. Grippo, P. Iemma, M. Zaccagnini (a cura di), *Contratti di finanziamento bancario, di investimento, assicurativi e derivati*, Vicenza, 2016;

L. Zamagni, M. Acciari, *Convenienza economica e mark to market dei contratti derivati degli Enti locali: note critiche alla sentenza n. 47421 del 21/12/2011 della seconda Sezione penale della Corte di Cassazione*, in *Riv. dir. banc., dirittobancario.it*, 11, 2012;

M. Zanchetti, *Commentario dell'art.644*, in A. Crespi, F. Stella, G. Zuccalà (a cura di), *Commentario breve al codice penale*, Padova, 1999, p.1869 ss.

### GIURISPRUDENZA

Tribunale del riesame di Terni, ordinanza 8 febbraio 2012;

Tribunale di Milano, 19 dicembre 2012, n.13976;

Tribunale di Milano, 19 dicembre 2012 n.13976;

Tribunale di Alessandria, 29 gennaio 2014, n.156;

Corte Appello Milano, 3 giugno 2014, n.1937;

Tribunale del riesame di Palermo, 23 settembre 2014 n.240;

Tribunale del riesame di Palermo, 23 settembre 2014 n.241;

Tribunale del riesame di Palermo, 23 settembre 2014 n.242;

Tribunale del riesame di Palermo, 24 settembre 2014 n.255;

Tribunale di Palermo, sez. GIP, decreto 22 aprile 2016.

Cass. pen. SU, 23 marzo 1969;

Cass. pen. SU, 30 novembre 1974;

Cass. pen. SU, 19 gennaio 1999, n.17;

Cass. pen. SU, 1 agosto 2000, n.18;

Cass. pen. sez. V, 27 febbraio 2006, n.7193;

Cass. pen. sez. II, 19 dicembre 2006, n.41595;

Cass. pen. sez. II, 5 dicembre 2008, n.45361;

Cass. pen. sez. II, 3 giugno 2009, n.26270;

Cass. pen. sez. II, 30 ottobre 2009, n.41717;

Cass. pen. sez. II, 13 novembre 2009, n.43347;

Cass. pen. sez. II, 21 dicembre 2011, n.47421;

Cass. pen. sez. II, 21 giugno 2012, n.24645;

Cass. pen. sez. II, 28 giugno 2012, n.25516;

Cass. pen. sez. II, 4 luglio 2013, n.28703;

Cass. pen. sez. II, 9 dicembre 2013, n.49446;

Cass. pen. sez. V, 7 maggio 2014, n.18778;

Cass. Pen. sez. II, 8 luglio 2016, n.14059.

Consiglio di Stato sez. V, 27 novembre 2012, n.5962.

Corte Cost., 25 febbraio 2002, n.29;

Corte Cost., 31 ottobre 2002, n. 436.