

 **RIVISTA ITALIANA DI DIRITTO E PROCEDURA PENALE** 

Anno LV Fasc. 1 - 2012

Giorgio Mantovano

***MARK TO MARKET, DANNO
E TRUFFA CONTRATTUALE AL VAGLIO
DELLA CORTE DI CASSAZIONE***

Estratto



Milano • Giuffrè Editore

00100 Roma - Via del Corso, 323 - Tel. 06/478101 - Fax 06/478102 - E-mail: info@giuffreeditore.it - Internet: www.giuffreeditore.it

GIURISPRUDENZA

c) Giudizi di Cassazione

CASSAZIONE PENALE — Sez. II

16 dicembre 2011 (dep. 21 dicembre 2011), n. 47421, B.N.L. S.p.A.

Pres. e Rel. MACCHIA

Delitti contro il patrimonio - Truffa contrattuale - Momento consumativo - Perdita patrimoniale di carattere definitivo - Truffa relativa a contratti sui c.d. strumenti derivati - Contratti aleatori - *Mark to market* - Valore teorico di mercato - Accertamento del danno conseguente alla stipula - Necessaria valutazione *ex post*.

*La truffa c.d. contrattuale si consuma non già quando il soggetto passivo assume, per effetto di artifici o raggiri, l'obbligazione della datio di un bene economico, ma nel momento in cui si realizzano l'effettivo conseguimento del bene da parte dell'agente e la definitiva perdita dello stesso da parte del raggirato. Conseguentemente, per accertare la sussistenza di una truffa relativa alla stipula di c.d. contratti derivati, che hanno natura aleatoria, occorre procedere a una disamina a posteriori, allorché, cioè, il contratto abbia raggiunto la sua normale scadenza. Del pari, è solo attraverso una disamina a posteriori che può stabilirsi se per il contraente rappresenti un danno il c.d. *mark to market*, cioè il valore del contratto in caso di risoluzione anticipata; non si tratta, infatti, di un valore concreto e attuale, ma di una proiezione finanziaria basata sul valore teorico di mercato, che risulta peraltro sistematicamente aggiustato in funzione dell'andamento dei mercati finanziari.*

Con ordinanza del 1° giugno 2011, il Tribunale di Messina ha accolto la richiesta di riesame presentata nell'interesse della Banca Nazionale del Lavoro avverso il decreto di sequestro preventivo emesso a norma del D.Lgs. n. 231 del 2001, art. 53 fino alla concorrenza dell'importo di Euro 17.068.589,39 quale provento di somme in via di accusa fraudolentemente ricavate da operazioni finanziarie mediante derivati finalizzate alla ristrutturazione dell'indebitamento dei Comuni di Messina e di Taormina e contratte con i Comuni medesimi. In particolare, i giudici del riesame, dopo una diffusa analisi del concreto sviluppo dei rapporti contrattuali e della struttura degli strumenti finanziari coinvolti nelle varie operazioni, hanno nella sostanza escluso la sussistenza di profili di danno, da un lato, e di ingiusto profitto, dall'altro, attraverso una disamina critica, in particolare, delle valutazioni effettuate dal consulente dell'accusa, (*omissis*) s.r.l., e delle restanti emergenze acquisite.

Avverso l'ordinanza predetta hanno proposto ricorso per cassazione tanto il pubblico ministero che i Comuni di Messina e Taormina.

Nel ricorso del pubblico ministero si denuncia violazione di legge e vizio di motivazione.

Osserva il ricorrente che, nella specie, il Tribunale si sarebbe spinto oltre i confini della delibazione del *fumus* ed avrebbe errato nel ritenere pianamente legittime le operazioni finanziarie in contestazione, in quanto le operazioni di ripianamento dell'indebitamento degli enti locali attraverso rimodulazioni finanziarie con derivati è stato previsto dopo la stipula dei primi contratti, ad opera di un decreto ministeriale entrato in vigore nel febbraio 2004.

Si contesta, poi, l'assunto relativo alla non configurabilità della ipotesi di truffa sul piano oggettivo, rievocandosi sul punto i rilievi svolti dal Giudice per le indagini preliminari nel provvedimento di sequestro, che vengono in larga misura trascritti.

Si censura, inoltre, l'assunto secondo il quale la ricostruzione operata dalla (*omissis*) s.r.l. si svilupperebbe esclusivamente secondo una prospettiva statistico-prognostica, avendo essa avuto — deduce il ricorrente — “concreta manifestazione rispetto alle attese”.

Si osserva, in particolare, che il *mark to market* è il valore del contratto ad una certa data, ed è pari al valore attuale del differenziale che le parti si scambieranno fino alla scadenza della struttura. In quanto tale — si osserva — se il *mark to market* è negativo per una delle parti, lo stesso risulta correlativamente positivo per l'altra. In altri termini, il *mark to market* poco ha a che vedere con i costi sostenuti dalla Banca per la realizzazione della operazione, mentre, in quanto negativo, esso rappresenta il costo sostenuto dall'Ente per il completamento dell'operazione. Pertanto — si conclude — l'attualizzazione dei differenziali attesi, calcolati sulla base dei predetti tassi, non ha più un carattere probabilistico, ma assume carattere di attualità.

Si rievocano, poi, le emergenze scaturite dalle indagini, ed in particolare la ricostruzione operata dalla (*omissis*) s.r.l. per asseverare la individuazione dei differenziali negativi e il danno subito dai Comuni.

Nel ricorso proposto dal Comune di Taormina si sottolinea, nel primo motivo, la sussistenza del *fumus*, deducendo che i funzionari comunali, malgrado avessero sottoscritto una dichiarazione in tal senso, non fossero esperti in campo finanziario e conseguentemente si esclude che gli stessi fossero consapevoli della rischiosità delle operazioni.

Si deduce, poi, genericamente, difetto totale di motivazione e si lamenta che al Comune stesso non sia stato notificato avviso di deposito del provvedimento impugnato.

Nel ricorso proposto nell'interesse del Comune di Messina si deduce vizio di motivazione, sul rilievo che il Tribunale del riesame avrebbe indebitamente trascurato di considerare la condotta della B.N.L., la quale avrebbe utilizzato mezzi leciti per realizzare profitti dell'istituto che si sarebbero tradotti in danno per l'ente pubblico, attraverso un abuso della fiducia riposto nei suoi funzionari. Si contesta, poi, l'assunto secondo il quale non sarebbe stato individuato un danno effettivo per l'Ente, avuto riguardo alle varie rinegoziazioni dei derivati, indice di condotta che si definisce “poco cristallina”. Il danno riposerebbe *in re ipsa*, attraverso l'esposizione dell'Ente.

La Banca Nazionale del Lavoro ha depositato diffusa memoria nella quale ha sollecitato declaratoria di inammissibilità del ricorso del pubblico ministero perché

proposto per motivi generici e non consentiti, deducendosi, comunque, la infondatezza delle relative doglianze alla stregua di diffusi e documentati rilievi che hanno analizzato la portata e la natura dei vari contratti per operazioni su strumenti derivati, su cui si sarebbe radicata la responsabilità dell'ente.

In prossimità dell'udienza, anche il Comune di Messina ha depositato memoria nella quale ha, fra l'altro, sottolineato che il trasferimento del rischio ha un costo; cosicché, dovendosi distinguere il ciclo economico da quello finanziario, ben può postularsi l'esistenza di una perdita economica per il Comune, anche se sul piano finanziario non si assiste ad alcuna uscita di cassa.

I ricorsi sono tutti inammissibili.

A proposito delle impugnazioni proposte dai Comuni di Taormina e di Messina può infatti subito osservarsi che i relativi ricorsi sono inammissibili, innanzi tutto perché proposti da soggetti non legittimati. Va a tal proposito rammentato, infatti, che soltanto la persona offesa che abbia diritto alla restituzione delle cose sequestrate ha facoltà di svolgere intervento spontaneo nel giudizio di riesame del sequestro preventivo o probatorio (pur non avendo diritto all'avviso del relativo procedimento, riservato — a norma dell'art. 324 c.p.p. — a chi ha proposto la richiesta), godendo, in tale eventualità, delle stesse prerogative di quelle che sono riconosciute al soggetto che ha proposto la richiesta di riesame: prerogative fra le quali vanno annoverate quelle di produrre documenti ed altri elementi di prova, nonché di partecipare all'eventuale giudizio di legittimità, da altri o da essa stessa persona offesa promosso, con correlativo diritto a ricevere, in quest'ultimo caso, i prescritti avvisi (Cass., Sez. un., 29 maggio 2008, Ivanov, n. 25923).

Ove, invece, come nella specie, la persona (in ipotesi) offesa non sia titolare del diritto all'eventuale restituzione delle cose oggetto del sequestro preventivo, la stessa non è legittimata a partecipare o a presentare memorie né nel procedimento di riesame del sequestro istaurato a norma di legge, né, conseguentemente, nel giudizio di cassazione sull'ordinanza pronunciata dal giudice del riesame (Cass., Sez. un., 26 aprile 2004, Corsi, n. 23271; Cass., Sez. 5^a, 22 settembre 2005, Hauner, n. 45726). Ebbene, nel caso in esame, il sequestro preventivo è stato eseguito presso la Banca Nazionale del Lavoro a norma della L. n. 231 del 2001, art. 53 il quale prevede la possibilità di imporre la misura cautelare reale, secondo gli stessi presupposti e modalità previsti dagli artt. 321 c.p.p. e seguenti, nei casi in cui è consentita la confisca a norma dell'art. 19 della stessa legge. Tale ultima previsione, oltre a stabilire la possibilità della confisca — e dunque anche del sequestro — in forma "equivalente", ove non sia possibile (come è avvenuto nella specie) imporre il vincolo diretto sulle cose che costituiscono il prezzo o il profitto del reato "presupposto" rispetto alla responsabilità dell'ente, prevede, in ogni caso, che la confisca non possa riguardare "la parte che può essere restituita al danneggiato". Limite, quest'ultimo, che pure se riferito alla confisca, deve ritenersi pacificamente operante (proprio in virtù della *relatio* testualmente enunciata dall'art. 53) anche nella fase cautelare ai fini della determinazione dell'oggetto del sequestro preventivo adottato in vista della applicazione della confisca (Cass., Sez. 6^a, 17 giugno 2010, P.M. e Impregilo S.p.A., n. 35748). Dunque, il provvedimento cautelare oggetto di riesame indica, *claris verbis*, proprio attraverso la ritenuta inapplicabilità del limite alla "restituzione" del relativo oggetto alle presunte parti offese — nella specie, appunto, i due Comuni ricorrenti) — che i valori sequestrati presso la B.N.L. non possono formare oggetto di "restituzione" ai Comuni; sicché

agli stessi, pur potendosi in astratto attribuire la qualità di soggetti offesi, non possono rivestire la condizione di aventi diritto alla “restituzione”, che, sola — per quel che si è detto — legittima alla partecipazione al giudizio di riesame ed alla proposizione del conseguente ricorso per cassazione. D'altra parte, che nessun titolo alla restituzione possa essere riconosciuto ai Comuni, discende con certezza dalle posizioni che gli stessi rivestono nella vicenda in contestazione. Secondo quanto gli stessi Enti prospettano, infatti, si controverte in ordine ad una ipotesi di truffa contrattuale per la quale una delle parti — la B.N.L. — avrebbe artificiosamente sottaciuto le condizioni vessatorie e sfavorevoli cui l'altra (i Comuni) sarebbe stata indotta nella stipula dei diversi accordi su derivati. Il che condurrebbe non certo ad una ipotetica nullità dei contratti, ma, semmai, alla relativa annullabilità: donde, l'eventuale diritto conseguente — in ipotesi di accertata fondatezza della relativa pretesa — sarebbe quello, non certo di un effetto “restitutorio”, ma, semmai, di uno specifico *petitum* risarcitorio, così da legittimare l'eventuale esercizio della azione civile nel processo penale e richiedere, se del caso, un sequestro conservativo, restando invece del tutto esclusa la legittimazione a partecipare al giudizio incidentale sul sequestro preventivo. D'altra parte, non potendosi revocare in dubbio che la confisca di cui alla L. n. 231 del 2001, art. 19 assuma i connotati tipici di uno strumento di tipo sanzionatorio nei confronti dell'ente, ed essendo il sequestro preventivo di cui all'art. 53 della stessa legge funzionale alla applicazione di quella sanzione, non si vede che tipo di “interesse” possa essere riconosciuto in capo ai Comuni ricorrenti, in relazione ad un profilo “sanzionatorio” che non li coinvolge affatto. Anzi, a ben guardare, l'unico interesse che i Comuni avrebbero potuto in ipotesi vantare, è proprio quello contrario alla applicazione del sequestro e della confisca, ove fossero stati titolari, appunto, di un diritto alla “restituzione” dei beni sequestrati: ma ciò — si è detto — non soltanto non è stato prospettato nel giudizio incidentale, per “resistere” alla cautela, ma neppure potrebbe esserlo, sul piano giuridico, per quel che si è dianzi osservato.

Per altro verso, la inammissibilità del ricorsi proposti dai Comuni di Taormina e di Messina, discende anche da altri rilievi. Quanto alle censure proposte dal Comune di Taormina, infatti, le doglianze si limitano ad assertive proposizioni del tutto prive del requisito della specificità e orientate verso una inammissibile rilettura del merito, mentre risulta palesemente destituita di fondamento la questione relativa alla mancata notifica dell'avviso di deposito del provvedimento del riesame, posto che è stato comunque esercitato il diritto di impugnazione, cui l'avviso in questione è funzionale. Del pari, palesemente inammissibile si rivela il ricorso rassegnato nell'interesse del Comune di Messina, in quanto proposto per motivi non consentiti. In esso, infatti, si finisce per censurare esclusivamente la coerenza e la esaustività argomentativa del provvedimento adottato dai giudici del riesame, quando è pacifico che il ricorso per cassazione contro le ordinanze emesse in tema di sequestro preventivo è ammesso solo per violazione di legge, dovendosi comprendere, in tale nozione, tanto gli *errores in procedendo* che in indicando, annoverando nell'ambito di essi quei vizi della motivazione così radicali da rendere l'apparato argomentativo posto a sostegno del provvedimento o del tutto mancante o privo dei requisiti minimi di coerenza, completezza e ragionevolezza e quindi inidoneo a rendere comprensibile l'itinerario logico seguito dal giudice (v., per tutte, Cass., Sez. un., 29 maggio 2008, Ivanov, cit.). Evenienza, quest'ultima, che certo non ricorre nella specie.

Anche il ricorso del pubblico ministero è inammissibile, in quanto integralmente volto a censurare il merito della decisione adottata dal giudice del riesame attraverso la impropria evocazione di “errori” interpretativi circa la portata degli accordi contrattuali finalizzati alla ristrutturazione dei debiti accumulati dai Comuni, che si sarebbero tradotti in altrettanti vizi di motivazione.

L'unico profilo di violazione di legge — neppure espressamente enunciato, ma preliminarmente richiamato come aspetto “pregiudicante” la correttezza della decisione impugnata — è quello che fa leva su una supposta ipotesi di “eccesso di potere,” in cui i giudici del riesame sarebbero incorsi nel parametrare i confini del loro sindacato sul decreto di sequestro preventivo, fuoriuscendo dall'alveo di un mero riscontro circa la sussistenza del *fumus*, per giungere, invece, ad un giudizio “di merito” che avrebbe finito per trasformare il controllo del riesame in una sorta di “processo nel processo”. L'assunto, che tralaticciamente si ispira a tradizionali massime giurisprudenziali, oltre che tutt'altro che pertinente rispetto alla vicenda in esame — nella quale i giudici *a quibus* hanno fatto buon governo dei poteri di sindacato loro devoluti — si presenta come palesemente incongruo sul piano concettuale, giacché confonde il presupposto “minimo”, che deve integrare la base fattuale necessaria e sufficiente per poter disporre la misura cautelare reale, rispetto al perimetro del controllo giurisdizionale devoluto in sede di gravame all'organo giurisdizionale. Realtà che, evidentemente, non devono essere confuse tra loro. È noto, infatti, che in qualsiasi sistema processuale (civile, penale, amministrativo, e, financo, nei procedimenti costituzionali concernenti i giudizi in via principale e di conflitto tra enti) sono previsti strumenti di tipo cautelare — quali sequestri o provvedimenti di sospensiva di atti — destinati a salvaguardare la tutela delle posizioni soggettive coinvolte nel procedimento, al fine di impedire che il tempo occorrente alla definizione del giudizio possa frustrare il concreto soddisfacimento dei diritti il cui accertamento è *sub iudice*. Da qui, il generale richiamo, quali presupposti della adozione dei provvedimenti di cautela — ontologicamente da adottare “allo stato degli atti” e per lo più inaudita altera parte — del *fumus boni iuris* (che nel campo penale si configura come *fumus commissi delicti*) e del *periculum in mora*. La “sufficienza” del requisito del *fumus commissi delicti*, si raccorda, dunque, concettualmente, al fatto che la adozione della misura può presentarsi — e di regola, anzi, si presenta — allo stesso esordio della indagine, allorché tutti gli accertamenti ancora devono essere compiuti: e quindi, la base fattuale su cui la misura stessa deve sostenersi, ben può essere rappresentata dalla configurabilità di un reato di cui ancora possono risultare nebulose tutte le interferenze in ordine alle varie responsabilità soggettive. Da qui, dunque, la certa non riferibilità al tema delle cautele reali del presupposto dei gravi indizi di colpevolezza, che, invece, caratterizza (per evidenti esigenze di garanzia, postulate come indispensabili dal nuovo codice, a differenza di quanto prevedeva il codice Rocco) le misure cautelari personali. Ma tutto ciò non toglie che, per l'adozione del sequestro preventivo, sia comunque richiesta l'esistenza di un “reato” rispetto al quale, le cose che ne rappresentano il prezzo o il profitto (per stare al sequestro funzionale alla confisca di cui al D.Lgs. n. 231 del 2001, art. 19) devono essere cautate, ove si ravvisi la sussistenza di un *periculum in mora*. Ebbene, a tal proposito, e come pure ha posto correttamente in luce la difesa della Banca Nazionale del Lavoro, la Corte costituzionale, chiamata a pronunciarsi su una questione di legittimità costituzionale dell'art. 324 c.p.p., sollevata, in riferimento

all'art. 111 Cost., comma 2 nella parte in cui — secondo la interpretazione offerta da questa stessa Corte e vincolante per il giudice rimettente — limita i poteri del tribunale del riesame, in caso di impugnazione del decreto di sequestro preventivo “alla sola astratta possibilità di sussumere il fatto attribuito ad un soggetto in una determinata ipotesi di reato, senza possibilità di verificare, nel singolo caso concreto — sulla base dei fatti per come indicati dal pubblico ministero ed esaminati alla luce delle argomentazioni difensive — se sia ravvisabile il *fumus* del reato prospettato dall'accusa”, ha ritenuto inammissibile la questione, proprio perché il giudice rimettente non aveva perscrutato la possibilità di pervenire ad una interpretazione “costituzionalmente orientata” del quadro normativo coinvolto dal dubbio. Ad avviso del Giudice delle leggi, infatti, si deve escludere che al giudice del riesame sia consentito soltanto un controllo puramente “estrinseco” e “cartolare” dei presupposti di adozione della misura, giacché lo stesso, al contrario, è chiamato a procedere alla verifica della sussistenza in concreto del *fumus* di reato prospettato dall'accusa, oltre che del nesso di pertinenzialità tra l'oggetto del sequestro ed il reato ipotizzato. Il tutto, ovviamente, a prescindere dai profili concernenti i gravi indizi di colpevolezza, che, nella specie, non possono venire in discorso (v. Corte Cost., n. 153 del 2007). Il corollario che da ciò è possibile trarre è, dunque, di tutta evidenza. La “base” probatoria su cui si sostanzia il provvedimento di sequestro è “flessibile” in ragione dei diversi stadi di accertamento dei fatti: se a legittimare la misura è “sufficiente” il *fumus*, ciò non toglie che la relativa sussistenza può formare oggetto di scrutini “contenutisticamente” differenziati a seconda del materiale che il pubblico ministero ritiene di devolvere al giudice chiamato ad adottare la misura e, poi, a scrutinare la legittimità del provvedimento in sede di impugnazione. Ove dagli elementi offerti dal pubblico ministero la “sussistenza” del reato emerga in termini congrui, il *fumus* potrà dirsi raggiunto e, quindi, integrato il presupposto “minimo” per l'adozione della misura cautelare. Qualora, però, il materiale di indagine permetta al giudice di scrutinare — come nella specie — la insussistenza di uno degli elementi essenziali per configurare la fattispecie sussunta a base della cautela, non può certo pretendersi che il giudice, cui il tema sia stato devoluto, sia obbligato a “degradare” il proprio potere di sindacato, limitandosi ad un accertamento “più superficiale”, sul rilievo che, altrimenti, svolgerebbe un vero e proprio controllo di merito, simile “ad un processo nel processo”. L'unico “processo nel processo” sarebbe infatti quello nel quale il giudice della cautela reale facesse applicazione, non del parametro della sussistenza “del reato”, se si vuole *sub specie* di *fumus*, ma di quello concernente la sussistenza “dei gravi indizi di colpevolezza”: in tal modo davvero travisando la funzione dello specifico scrutinio che gli è stato devoluto.

Ebbene, nulla di tutto ciò è avvenuto nella vicenda in esame, posto che il provvedimento impugnato, in termini logicamente irreprensibili, ha posto in luce le ragioni per le quali i contratti su derivati, oggetto di contestazione, non hanno determinato né il danno economico né l'ingiusto profitto richiesti per ravvisare in concreto l'ipotesi di truffa, della quale è stato conseguentemente negato il *fumus*. D'altra parte, la disamina offerta dai giudici *a quibus*, oltre che sviluppata alla stregua di rilievi dotati di una intrinseca coerenza, si presenta del tutto in linea con gli approdi cui è pervenuta da tempo la giurisprudenza di legittimità. Trattandosi, infatti, nella specie, di contratti aleatori ed avendo la contestazione evocato la categoria della cosiddetta truffa contrattuale, occorre qui ribadire che poiché la

truffa è reato istantaneo che si perfeziona nel momento in cui alla realizzazione della condotta tipica da parte dell'autore abbia fatto seguito la *deminiutio patrimonii* del soggetto passivo, nell'ipotesi di truffa contrattuale il reato si consuma non già quando il soggetto passivo assume, per effetto di artifici o raggiri, l'obbligazione della *datio* di un bene economico, ma nel momento in cui si realizza l'effettivo conseguimento del bene da parte dell'agente e la definitiva perdita dello stesso da parte del raggirato.

Principio, questo, dal quale si è tratto come corollario che, qualora l'oggetto materiale del reato sia costituito da titoli di credito, il momento della sua consumazione è quello della acquisizione da parte dell'autore del reato, della relativa valuta, attraverso la loro riscossione o utilizzazione, poiché solo per mezzo di queste si concreta il vantaggio patrimoniale dell'agente e nel contempo diviene definitiva la potenziale lesione del patrimonio della persona offesa.

Allo stesso modo, in applicazione dello stesso principio, questa Corte ha condiviso la tesi del giudice del merito il quale aveva ritenuto consumato il delitto di truffa, consistito nella induzione in errore di soci di minoranza di una S.p.A. alla vendita a prezzo vile delle azioni, nel momento della vendita medesima, considerando un *post factum* non punibile la successiva distribuzione di utili, accantonati nel bilancio societario come riserva (Cass., Sez. 2^a, 20 maggio 2011, P.G. in proc. Monti, n. 20025; Cass., Sez. 2^a, 11 luglio 2008, Miano, n. 31044; Cass., Sez. 2^a, 17 gennaio 2008, Damiani, n. 7181).

Sul punto l'ordinanza impugnata ha correttamente posto in luce la circostanza che, alla stregua delle risultanze processuali acquisite — in proposito neppure contestate — fosse emersa la sostanziale convenienza della operazione finanziaria realizzata dai Comuni interessati, dovendosi fare riferimento agli effetti che i contratti avevano prodotto sulle finanze comunali in termini di cassa e non di competenza.

Al riguardo, è così emerso che i Comuni stessi, non soltanto avevano ottenuto la immediata corresponsione di una somma quale *up to front* — il quale viene definito dall'art. 3, comma 2, lett. f), del D.M. 1 dicembre 2003, n. 389, come l'“eventuale sconto o premio da regolare al momenti di perfezionamento delle operazioni non superiore a 1% del nozionale della sottostante passività” — ma avevano convenuto con la B.N.L. un piano di ristrutturazione del debito che si era snodato in termini di rischio tutt'altro che non ponderati, visto che la soglia contrattualmente prestabilita per l'eventuale aumento del tasso dovuto dall'Ente pubblico — che ha oscillato tra il 3,50% ed il 6,10% dell'Euribor a sei mesi — non era mai stato raggiunto.

A proposito, poi, del *mark to market*, su cui il ricorrente pubblico ministero fonda le proprie censure, va rilevato che, a fronte dell'assunto accusatorio secondo il quale esso rappresenterebbe il “valore del contratto ad una certa data ed è pari al valore attuale dei differenziali che le parti si scambieranno fino alla scadenza della struttura”, resta il dato incontrovertibile che, come correttamente dedotto tanto dalla difesa della B.N.L. che dai giudici *a quibus*, il relativo dato non esprime affatto un valore concreto ed attuale, ma esclusivamente una proiezione finanziaria basata sul valore teorico di mercato in caso di risoluzione anticipata. Il valore del *mark to market*, infatti, è influenzato da una serie di fattori ed è quindi sistematicamente aggiustato in funzione dell'andamento dei mercati finanziari, dovendosi poi attrarre nell'ambito dei relativi parametri di determinazione anche l'*up to front* erogato e l'utile per la banca. Dunque, per poter stabilire se quel dato rappresenti o meno un

vantaggio o un danno per l'Ente contraente, 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, e non cadere entro meccanismi o clausole vessatorie.

D'altra parte, e ancora una volta senza specifiche contestazioni sul punto, dalla ordinanza impugnata e dalla memoria della difesa della Banca Nazionale del Lavoro, emerge, addirittura, che i contratti in questione hanno generato per i Comuni dei differenziali positivi (rispettivamente di Euro 87.438,98, per il Comune di Taormina, ed Euro 2.541.795,18 per il Comune di Messina), a cui vanno aggiunte le consistenti somme dagli stessi incassate a titolo di *up to front*: il che, evidentemente, non può non proiettare i suoi effetti proprio sul versante della quantificazione dell'ipotetico "danno", allo stato coerentemente non ravvisato né ravvisabile.

Del tutto inconsistente si rivela, infine, la doglianza del pubblico ministero tesa a contestare la legittimità del ricorso ai primi strumenti finanziari su derivati da parte dei Comuni in questione, non essendo ancora entrato in vigore il D.M. n. 389 del 2003, posto che — anche a voler prescindere dai puntuali rilievi che la difesa della B.N.L. ha svolto sul punto nella memoria depositata prima della udienza — ciò coinvolgerebbe, al più, la responsabilità di quanti hanno agito per conto dei Comuni, ma non certo l'istituto bancario, operando esso *iure privatorum* con amministrazioni legittimate, in astratto, a stipulare contratti di diritto privato.

Alla declaratoria di inammissibilità del ricorsi segue la condanna dei ricorrenti Comuni di Messina e di Taormina al pagamento delle spese processuali ed al versamento alla Cassa delle Ammende di una somma che si stima equo determinare in Euro 1.000,00 ciascuno, alla luce dei principi affermati dalla Corte costituzionale nella sentenza n. 186 del 2000.

P.Q.M.

Dichiara inammissibili i ricorsi. Condanna i Comuni di Messina e di Taormina al pagamento delle spese processuali e ciascuno di essi anche al versamento della somma di Euro mille in favore della Cassa delle Ammende.

(1) *Mark to market*, danno e truffa contrattuale al vaglio della Corte di Cassazione.

SOMMARIO: 1. Premessa. — 2. La vicenda. — 3. La decisione della Suprema Corte. — 4. Lo *swap* nullo ed il danno ingiusto: la prospettiva accusatoria e l'opinione dell'ABI. L'ordinanza del Tribunale del Riesame di Terni. — 5. La non univocità dei criteri valutativi del *mark to market* ed il problema dei limiti delle assunzioni nei modelli matematici. — 6. Conclusioni.

1. *Premessa*. — Il provvedimento che si annota offre, per la prima volta, interessanti spunti esegetici nel sindacare, nell'ambito della c.d. truffa contrattuale (1), il rapporto tra la controversa nozione di *mark to market*, inteso come il

(1) Con riferimento in generale al tema della truffa, la letteratura è vastissima. Tra i contributi più

valore equo di un contratto c.d. derivato (2) in caso di sua risoluzione anticipata, ed il concetto di danno rilevante ai sensi dell'art. 640 c.p. Lo sfondo su cui evolve l'elaborazione giurisprudenziale è costituito dal mercato *over the counter* (c.d. o.t.c., alla lettera "sopra il banco"), nel quale la negoziazione in derivati (3) soffre una cronica opacità e l'asimmetria informativa in capo alla clientela degli intermediari è destinata ad amplificarsi, non essendo disponibili mercati di scambio caratterizzati da adeguati livelli di liquidità e di trasparenza che possano fornire pronti ed oggettivi parametri di riferimento, in grado di garantire effettivamente la *price discovery* (4). Tale cronica asimmetria, che sempre caratterizza il rapporto tra banca ed enti locali allorché si cerca di approdare ad ipotesi di stima del valore dei derivati in mercati illiquidi, utilizzando il sofisticato strumentario della finanza quantitativa (5), è destinata a sollecitare, sempre più, la riflessione dottrinale (6) e la giurisprudenza ad interrogarsi sulle varie forme dei possibili abusi.

recenti, L. BISORI, *Truffa*, in *Trattato di diritto penale*, p. s., (a cura di) A. CADOPPI-S. CANESTRARI-A. MANNA-M. PAPA, vol. X, Torino, 2011, 507 ss.; M. BELLÌ, *I delitti di truffa e di frode informatica*, in *Reati contro la persona e contro il patrimonio*, a cura di F. VIGANO-C. PIERGALLINI, Torino, 2011, 565 ss.; A. FANELLI, *La truffa: le problematiche più controverse*, in *Giur. mer.*, 2011, n. 4, 1149; Id., *La truffa*, Milano, 2009; 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, 568 ss.; U. LUCARELLI, *La truffa*, Padova, 2002; G. MARINI, voce *Truffa*, in *Dig. disc. pen.*, Torino, 1999, 353 ss.; G. AZZALI, *Prospettive negoziali del delitto di truffa*, in questa *Rivista*, 1998, 321 ss.; G. SAMMARCO, voce *Truffa*, in *Enc. giur.*, XXXI, 1994; R. ZANOTTI, *La truffa*, Milano, 1993; G. LA CUTE, voce *Truffa*, in *Enc. dir.*, Milano, 1992, XLV, 243 ss.; U. PIOLETTI, voce *Truffa*, in *N. Dig. it., App.*, VII, 1986, 908. Nella manualistica, F. MANTOVANI, *Diritto penale, p. speciale, Vol. II, Delitti contro il patrimonio*, Padova, 2012, 197 ss.; G. FIANDACA-E. MUSCO, *Diritto penale, p. speciale, I delitti contro il patrimonio*, Vol. II, tomo II, Bologna, 2005, 167 ss.

Con specifico riguardo alla truffa contrattuale, S. BELTRANI, *La truffa contrattuale ai danni dello stato per assunzione ad impiego pubblico*, nota a Cass. pen., Sez. II, 24 giugno 2009, n. 26269, in *Dir. pen. proc.*, 2010, n. 4, 458 ss.; V. FORMICHELLA, *In tema di truffa contrattuale*, nota a Cass. pen., Sez. I, 17 luglio 2003, n. 30216, in *Cass. pen.*, 2004, n. 11, 3645; B. GUZZONI-F. BICO, *La truffa contrattuale*, Torino, 2003; G. SAMMARCO, *La truffa contrattuale*, Milano, 1988. In ordine al momento consumativo, G. ROTOLO, *Il momento consumativo della truffa: casi giurisprudenziali e prospettive politico-criminali*, in *Riv. trim. dir. pen. ec.*, 2011, n. 3, 644 e ss.; G. LEO, *Truffa contrattuale: momento consumativo e criteri di misurazione del danno*, in *Dir. pen. proc.*, 2006, n. 10, 1225.

(2) In prima approssimazione si definiscono "contratti derivati" quei "contratti che il mercato finanziario considera tali, accettando l'impossibilità di individuare una definizione giuridica della categoria. Si tratta di una categoria finanziaria dai confini incerti ed in continua evoluzione": F. CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, Milano, 2011, 645 ss.; in tema, cfr. anche E. GIRINO, *I contratti derivati*, Milano, 2010, 48 ss.

Secondo i principi contabili internazionali (IASB, *IAS 39 Implementation Guidance. Definition of derivative*, 13 ss.) un contratto derivato è uno strumento finanziario individuato dalla contemporanea presenza di tre condizioni: il valore dello strumento cambia al variare del prezzo o dell'indice sottostante (definito "underlying") al quale il contratto si riferisce; lo strumento non richiede nessun investimento iniziale, o se lo richiede, di importo significativamente inferiore ("little or no net investment") rispetto all'investimento richiesto per l'acquisto dello strumento sottostante; la data di regolamento è posticipata nel tempo.

(3) Il primo riconoscimento normativo degli strumenti finanziari derivati, in Italia, si rinviene nella legge n. 1/1991, ove essi sono considerati valori mobiliari. Tuttavia, già in precedenza, la Banca d'Italia (Circolare 29 marzo 88, n. 4, aggiornamento 23 giugno 94, n. 112, art. 3) aveva affermato che i derivati sono contratti che "insistono su elementi di altri schemi negoziali, quali titoli, valute, tassi di interesse, tassi di cambio, indici di borsa". Ma è con il D.Lgs. n. 415/1996 e soprattutto con il T.U.F. (D.Lgs. n. 52/1998) che essi vengono classificati tra gli "strumenti finanziari" e, come tali, suscettibili di produrre, a seconda dell'andamento dei mercati, effetti positivi o negativi. Si tratta di un complesso molto articolato di strumenti che di recente (cfr. l'art. 1, comma 1 del D.lgs. 17 settembre 2007, n. 164, di "Attuazione della direttiva 2004/39/CE relativa ai mercati degli strumenti finanziari, che modifica le direttive 86/611/CEE, 93/6/CEE e 2000/12/CE e abroga la direttiva 93/22/CEE"), ha subito un considerevole ampliamento. La lunga elencazione degli strumenti derivati può essere raggruppata in tre classi: i derivati finanziari, i derivati su merci e i derivati diversi dai due precedenti (cosiddetti derivati "esotici"). I tratti distintivi delle singole classi possono essere enucleati dalle complesse definizioni recate dall'art. 1, comma 2, lett. d) e seguenti del T.U.F.

(4) In questi termini Consob, Comunicazione n. DIN/9019104 del 2 marzo 2009, visibile in <http://www.consob.it/main/documenti/bollettino2009/c9019104.htm>.

(5) Si pensi, esemplificando, alla nozione di albero binomiale o trinomiale, alle stime effettuate ricorrendo a modelli di simulazione con il metodo "Montecarlo" o con il metodo "Bootstrapping", ai diversi

Se è pur vero che, già nel corso del 2005, la VI Commissione Finanze della Camera aveva condotto un'interessante analisi delle problematiche relative alla diffusione di tali strumenti finanziari, in conseguenza delle aspre critiche rivolte al sistema bancario per l'indiscriminata diffusione tra il pubblico di prodotti finanziari particolarmente complessi o altamente rischiosi e dopo i noti *crack* di Cirio, di Parmalat e dell'Argentina, è solo negli ultimi anni che la contrattualistica e l'operatività degli intermediari, con specifico riguardo al tema della finanza pubblica, è stata posta al centro di una espressa attenzione da parte degli organi parlamentari (7), della Corte dei Conti (8), della Banca d'Italia (9) e della Consob (10). Inevitabilmente, il complesso tema della parità dell'alea, ritenuto un presupposto attratto a pieno titolo nell'alveo della causa del contratto (11), è stato

modelli di rischio di insolvenza, alle stime di volatilità ed alle correlazioni, alla struttura per scadenza dei tassi di interesse. Per una riflessione articolata sulle principali problematiche si rinvia alla manualistica, P. WILMOTT, *Introduzione alla finanza quantitativa*, Milano, 2003; F. MORICONI, *Matematica finanziaria*, Bologna, 2008; J. HULL, *Fondamenti dei mercati di futures e opzioni*, Milano, ed. it., (a cura di) E. BARONE, 2008; R. CESARI, *Introduzione alla finanza matematica*, Milano, 2009; E. GERETTO, *Gli strumenti derivati: utilizzi per gli investitori e le imprese*, Torino, 2008.

(6) Non sono molti i contributi che la letteratura ha dedicato ai profili penali della negoziazione in strumenti derivati. Tra essi: F.R. FANETTI, *Truffa contrattuale in operazioni finanziarie derivate*, nota a Cass. pen., sez. II, 15 ottobre-13 novembre 2009, in *Resp. civ.*, 2010, n. 6, 426; I. MAGRO, *Truffa contrattuale e configurabilità dell'aggravante dell'abuso della prestazione d'opera nelle attività dei servizi di investimento delle banche*, nota a App. Lecce, 4 giugno 2007, in *Giur. mer.*, 2008, n. 5, 1411 ss.; F. D'ARCANGELO, *Negoziazione di contratti derivati over the counter. Profili penali e di responsabilità degli enti ex D.Lgs. n. 231/2001*, in *Resp. amm. soc. enti*, 2009, n. 4, 13 e ss.; G. P. ACCINNI, *Operatività in derivati e profili di responsabilità penale*, in *Riv. soc.*, 2008, 450 e ss.; S. DAVINI-T. E. ROMOLOTTI, *Operatività in strumenti finanziari derivati e profili di rischio ex D.Lgs. 231/2001: casi e problemi*, in *Resp. amm. soc. enti*, 2007, n. 3, 55 ss.; B. MAGRO, *Manipolazioni di mercato e strumenti derivati*, in *Dir. banca e merc. fin.*, 2007, n. 1, I, 45 e ss.; R. BORSARI, *Profili penali degli strumenti finanziari*, in *Contabilità finanza e controllo*, 2009, n. 8-9, 751 ss.

(7) L'indagine conoscitiva, avviata nel 2009 dalla VI Commissione permanente delle Finanze e Tesoro del Senato della Repubblica, è risultata scandita dall'audizione di numerosi soggetti istituzionali e del mondo dell'intermediazione finanziaria. In data 11 marzo 2010 è stato approvato il documento conclusivo, visibile in <http://www.senato.it/service/PDF/PDFServer/BGT/470072.pdf>.

(8) V. gli interessanti rilievi critici svolti in argomento dalle Sezioni Riunite in sede di controllo, Audizione presso la VI Commissione Finanze e Tesoro del Senato, 18 febbraio 2009. Vari approfondimenti emergono anche dall'*Indagine sui derivati degli enti locali della regione Friuli Venezia Giulia* (di cui alla delibera n. 268/2009 della sezione regionale di controllo per il Friuli Venezia Giulia), dalla valutazione del fenomeno della finanza derivata nel Molise (di cui alle delibere n. 34 e 43/2009 della sezione regionale di controllo per il Molise), dalla *Relazione sull'indagine relativa alle forme di finanza innovativa, con particolare riguardo a strumenti di finanza derivata della Regione Lombardia* (approvata con delibera n. 118/2008 della sezione regionale di controllo per la Lombardia).

(9) Cfr. Audizione del Capo del Servizio Studi di struttura economica e finanziaria della Banca d'Italia, D. FRANCO, in *Indagine conoscitiva sull'utilizzo e la diffusione degli strumenti di finanza derivata e delle cartolarizzazioni nelle pubbliche amministrazioni*, VI Commissione Finanze e Tesoro, Senato, 8 luglio 2009.

(10) Cfr. Audizione del Direttore generale della Consob, A. ROSATI, in *Indagine conoscitiva sull'utilizzo e la diffusione degli strumenti di finanza derivata e delle cartolarizzazioni nelle pubbliche amministrazioni*, VI Commissione Finanze e Tesoro, Senato, 18 marzo 2009.

(11) In argomento giova richiamare il recente orientamento della giurisprudenza civile ambrosiana (Trib. Milano, sentenza n. 5118, 14 aprile 2011, in <http://www.ilcaso.it/giurisprudenza/archivio/4151.pdf>) che ha statuito che sono nulli per difetto di causa in concreto i contratti *swap* sottoscritti da enti pubblici che alla data di sottoscrizione presentino un *mark to market* negativo (c.d. *swap non par*) e il cui equilibrio sinallagmatico non sia ripristinato mediante erogazione di un corrispondente premio (*up to front*) in sede di sottoscrizione del derivato. La mancanza di parità tra le posizioni contrattuali alla data della stipula degli *swap* risulta stigmatizzata anche da T.a.r. Toscana, sez. I, 11 novembre 2010, n. 6579/2010, in <http://www.ilcaso.it/giurisprudenza/archivio/2749.php>. In dottrina: F.R. FANETTI, *L'annullabilità in autotutela dei contratti derivati*, nota a Consiglio di Stato, sez. V., sent. 7 settembre 2011, in *Resp. civ.*, 2012, n. 1, 42 e ss.; D. DELL'ORO-L. CARBONE-M. D'ADAMO, *Annullamento d'ufficio dell'aggiudicazione di un contratto di derivati finanziari*, in *Corr. giur.*, 2012, n. 1, 33; D. MAFFEIS, *Contratti derivati*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2011, n. 5, I, 620 e 639. Anche la Corte dei Conti ha rimarcato, in più occasioni, che nella negoziazione con gli enti locali la mancata funzionalizzazione del contratto derivato all'andamento dei

scandagliato secondo i tassativi paradigmi del diritto penale, seguendo i percorsi interpretativi del reato di truffa contrattuale integrato dalla reticenza dell'intermediario finanziario (12), del reato di abuso di ufficio (13) ed anche del reato di usura (14).

2. *La vicenda.* — Al vaglio della Suprema Corte era stata sottoposta la legittimità dell'ordinanza del Tribunale del Riesame di Messina del 1° giugno 2011 (est. Materia), che aveva annullato il provvedimento con cui il G.i.p., su richiesta del P.m., ritenuti ricorrenti nelle operazioni in derivati intercorse tra una banca e due Comuni siciliani tutti gli elementi costitutivi del reato di truffa, aveva disposto il sequestro preventivo, ex art. 53 D.Lgs. 231/01, di beni nella disponibilità della suddetta banca, fino all'importo di euro 17.068.589,39, importo ritenuto equivalente al profitto ingiusto fraudolentemente ricavato dalla banca.

Il Tribunale del Riesame aveva qualificato il contestato reato di truffa quale reato istantaneo che si perfeziona nel momento in cui, alla realizzazione della condotta tipica da parte dell'autore, fa seguito la *deminutio patrimonii* del soggetto passivo. Secondo il Tribunale del Riesame, pertanto, il reato di truffa si consuma non già quando il soggetto passivo, per effetto degli artifici o raggiri, assume l'obbligazione della *datio* di un bene economico, ma nel momento in cui si realizza l'ingiusto profitto da parte dell'agente, con la conseguente definitiva perdita economica da parte del raggirato.

Muovendo da tale premessa, il Tribunale del Riesame non aveva accolto l'assunto accusatorio che aveva intravisto gli artifici e i raggiri nella condotta della banca che avrebbe taciuto (15) i rischi ed i costi c.d. "impliciti" (celati cioè nelle

rischi connessi all'indebitamento dell'ente, si riflette sulla causa genetica del contratto, facendola venir meno: cfr. Corte dei Conti, Sezioni Riunite in sede di controllo, in *Indagine conoscitiva sull'utilizzo e la diffusione degli strumenti di finanza derivata e delle cartolarizzazioni nelle pubbliche amministrazioni*, VI Commissione Finanze e Tesoro, Senato, 18 febbraio 2009.

(12) Particolarmente interessanti appaiono il provvedimento di rinvio a giudizio del 17 marzo 2010, G.u.p. Luerti, Trib. Milano, visibile nella sezione giurisprudenza nel sito www.rivista231.it, nonché il decreto di sequestro, G.i.p. Vanore, Trib. Milano, 23 aprile 2009, in www.penalecontemporaneo.it. Trattasi della complessa operazione di ristrutturazione, mediante derivati, del debito del Comune di Milano, effettuata negli anni 2005-2007, in relazione alla quale ad alcuni esponenti bancari, unitamente ad un funzionario comunale e ad un esperto esterno del Comune, ed alle banche che hanno curato detta operazione, è stato contestato, rispettivamente, il delitto di cui agli artt. 640, co. 2, 112 n. 1, 61 n. 7 c.p., e l'illecito amministrativo di cui all'art. 24 del D.Lgs. n. 231 del 2001. Secondo l'assunto accusatorio l'ente sarebbe stato tratto in inganno, sia con riferimento all'operazione iniziale del giugno 2005 che alle successive ristrutturazioni della stessa, succedutesi sino all'ottobre 2007, in merito alla convenienza economica delle operazioni, consentendo alle banche di realizzare profitti ingiusti ed occulti. Gli intermediari avrebbero, inoltre, dolosamente violato i doveri a cui erano tenuti, ai sensi della vigente normativa inglese regolante quei contratti, in merito alle protezioni da assicurare ai clienti, qualificabili come *intermediate customer*, indicate dalle norme del *Conduct of Business Sourcebook* e dai *Principles* di cui al *Financial Services Authority Handbook*, omettendo, in aperta violazione di talune disposizioni del citato *Conduct of Business Sourcebook*, di comunicare per iscritto all'ente che stava per essere considerato una paritetica controparte professionale e che, di conseguenza, avrebbe perso tutta una serie di protezioni dovute ad una controparte non professionale; comunicazione che per la sua efficacia avrebbe dovuto ottenere l'espressa accettazione da parte del Comune.

(13) M. FRISONE, *Taranto chiede il processo per 17 persone*, *Il Sole 24 ore*, 14 aprile 2010.

(14) M. FRISONE, *L'usura debutta in tribunale*, in *Il Sole 24 ore - Plus 24*, 4 dicembre 2010; *Id.*, *Sotto tiro l'usura negli swap*, *Il Sole 24 ore - Plus 24*, 16 ottobre 2010; *Id.*, *Negli swap spunta l'ipotesi usura*, *Il Sole 24 ore - Plus 24*, 20 febbraio 2010. In dottrina, E. BARONE-G. OLIVIERI, *Derivati e usura: l'utilizzo delle opzioni nella costruzione di negozi in frode alla legge*, in *Riv. trim. dir. ec.*, 2009, I, 113 ss.; P. ACCINNI, *Operatività in derivati e profili di responsabilità penale*, cit., 469 ss.

(15) Nei confronti della rilevanza penale della mancata informazione sul rischio di perdita del contratto derivato, prospettata quale forma di artificio o raggirato idoneo ad integrare un'ipotesi di truffa posta in essere dai funzionari di banca proponenti ai danni del cliente, si registrano, in dottrina, due opinioni contrapposte. La prima (P. ACCINNI, *Operatività in derivati e profili di responsabilità penale*, cit.,

condizioni economiche dei contratti), inducendo in errore gli enti nel reputare convenienti le operazioni finanziarie in parola (16).

All'esito di un'attenta analisi economica la tesi accusatoria dell'asserita ricorrenza dei costi "impliciti" (17), che avrebbe pregiudicato, a danno dei Comuni, la parità dell'alea, non aveva trovato adeguato riscontro. Al di là delle valutazioni afferenti la correttezza della condotta della banca nel prospettare i rischi ed i costi conseguenti alla scelta di quegli strumenti finanziari (18), il Tribunale del Riesame non aveva condiviso le conclusioni formulate dalla società specializzata, consulente dapprima dei Comuni e poi anche del P.m.

Tale società, secondo l'ordinanza, aveva svolto un'analisi economica delle operazioni, applicando uno "schema astratto di matematica finanziaria" e, in base ad esso, sviluppato un "documento programmatico volto a delineare il possibile

457 ss.), dopo aver dato atto che la giurisprudenza tende generalmente ad ammettere la possibilità che il delitto di truffa venga realizzato anche attraverso un comportamento omissivo qualora sussista un obbligo giuridico in capo al soggetto attivo di rilevare le circostanze invece taciute, sottolinea che l'andamento futuro dei tassi e, dunque, la previsione del futuro valore del *mark to market* dell'operazione in derivati "non possono certo costituire circostanze di fatto effettivamente sottaciute dai funzionari della banca in sede di sottoscrizione dell'accordo quadro relativo proprio agli strumenti finanziari derivati, in quanto siffatte circostanze non possono essere né conosciute, né tantomeno conoscibili, al momento della stipulazione del contratto medesimo".

La seconda opinione (F. D'ARCAANGELO, *Negoziazione di contratti derivati over the counter*, cit., 18 ss.), di contrario avviso, ritiene che tali argomentazioni siano smentite dal dato normativo che, in materia di mercato finanziario, prevede come oggetto dell'obbligo di informazione anche la natura, le implicazioni ed i prevedibili rischi dell'acquisizione di uno strumento finanziario estremamente sofisticato quale i contratti derivati. L'A. sottolinea che la disciplina regolamentare si riferisce alla correttezza, piuttosto che alla veridicità o alla esattezza dell'informazione, in quanto la stessa più che riguardare valori certi riguarda anche e soprattutto valori stimati. Pertanto, ritiene che, in tale contesto, l'informazione dolosamente omessa, carente e qualitativamente inadeguata o falsa anche sulle prospettive guadagno (e correlativamente di perdita) possa integrare l'artificio o il raggio richiesti per il reato di truffa.

In giurisprudenza, subordinano la rilevanza penale del silenzio o della reticenza su determinate circostanze alla violazione di uno specifico obbligo giuridico di comunicarle alla parte interessata: Cass. pen., 10 aprile 2000, in *Cass. pen.*, 2002, 610 ss.; Cass. pen., 18 febbraio 1988, in *Giust. pen.*, 1989, II, 312. In argomento, in senso critico, cfr.: G. FIANDACA-E. MUSCO, *Diritto penale*, p. s., *I delitti contro il patrimonio*, Vol. II, tomo II, cit., 176 ss.; F. MANTOVANI, *Diritto penale*, p. s., Vol. II, *Delitti contro il patrimonio*, cit., 199.

(16) In chiave generale, il contenzioso che caratterizza la contrattazione in derivati, nell'ambito della pubblica amministrazione, presenta un catalogo di criticità, intrinsecamente connesse e vicendevolmente condizionate. Esse riguardano, in estrema sintesi: l'esistenza di asserite "commissioni implicite" applicate dall'intermediario; l'omessa o la reticente informazione circa la loro esistenza già in fase di stipula o di rinegoziazione; la veridicità dell'attestazione del vincolo di convenienza economica dettato dall'art. 41 di cui alla L. n. 448/2001, con la connessa problematica dell'individuazione del soggetto a cui compete detta valutazione; la valenza giuridica da attribuire all'autocertificazione resa dal funzionario dell'ente, ai fini del riconoscimento della natura di operatore qualificato; le molteplici manifestazioni di potenziale conflitto di interesse presenti nella negoziazione per conto proprio di strumenti derivati, evidenti, talora, nella figura dell'*advisor* e nella clausola di determinazione unilaterale, non solo del differenziale, ma soprattutto del *mark to market*. Ed ancora, la controversa natura giuridica dell'*up to front*, intesa come anticipazione in denaro versata dall'intermediario in sede di stipula o rimodulazione; l'adozione di modelli contrattuali esteri, sovente inconciliabili con i dettami del nostro ordinamento, unitamente alle problematiche conseguenti all'assoggettamento del contratto alla legge ed alla giurisdizione estera.

(17) Ricavati dalle differenze tra i valori di *pricing* dei singoli contratti alla data della loro sottoscrizione, o della loro estinzione — in caso di rimodulazione —, e gli *up to front* erogati.

(18) Profili che l'ordinanza giudicava autonomamente apprezzabili in ambito strettamente civilistico. Sui contratti finanziari derivati e, più in generale, sui rimedi nella disciplina dell'intermediazione finanziaria, la bibliografia è vastissima; nella letteratura più recente: F. SARTORI, *Informazione economica e responsabilità civile*, Padova, 2011; D. MAFFEIS, *Contratti derivati*, cit.; V. PICCININI, *La trasparenza nella distribuzione di strumenti finanziari derivati ed il problema dell'efficacia delle regole informative*, in *Contratto e impresa*, 2010, n. 2, 499 ss.; M. MAGGIOLIO, *Tutela restitutoria e tutela risarcitoria nella prestazione dei servizi di investimento*, in *Giur. comm.*, 2010, n. 3, 496 ss.; G. DE NOVA, *La responsabilità dell'operatore finanziario per esercizio di attività pericolosa*, in *Contratti*, 2005, 711; A. LUMINOSO, *Contratti di investimento finanziario, mala gestio dell'intermediario e rimedi esperibili dal risparmiatore*, in *Resp. civ. prev.*, 2007, 1418 ss.

andamento che dai contratti stipulati ci si poteva attendere sulla base delle variabili cui i contraenti avevano ancorato i reciproci rapporti". Erano emersi "costi impliciti ed invisibili", integranti un danno emergente, in capo ad entrambi i Comuni, pari a complessivi euro 14.654.787,13, a cui erano stati sommati ulteriori euro 2.413.802,26 corrispondenti ai rilevati differenziali negativi maturati dagli enti durante la vigenza dei contratti e dagli stessi versati alla banca.

A fronte di tale ricostruzione si era obiettato, da parte del Tribunale del Riesame, che l'elemento dirimente per esprimere la sussistenza di un danno, nei termini di concretezza ed attualità richiesti dall'art. 640 c.p., non poteva essere la prospettiva statistico-prognostica cui aveva fatto ricorso la società specializzata ma, piuttosto, occorreva valutare l'analisi degli effetti che l'operazione finanziaria aveva sortito sui rapporti debitori "in termini di cassa e non di competenza".

Negati i pretesi termini di equivalenza finanziaria delle operazioni, ricorrendosi ad interventi di finanza derivata "su richiesta del Comune per fronteggiare una pregressa posizione debitoria nei confronti della Cassa depositi e prestiti", l'ordinanza aveva, nel merito, rilevato che i Comuni avevano ottenuto, non solo, l'immediato versamento di una somma a titolo di *up to front* (19), ma avevano stipulato un piano di ristrutturazione del debito ritenuto conveniente che, lungi dall'assumere il carattere speculativo attribuitogli, aveva manifestato un andamento del tutto coerente con le variazioni dei valori attese, posto che la soglia contrattuale prestabilita per l'eventuale incremento del tasso dovuto dall'ente pubblico (oscillante tra il 3,50% ed il 6,10% dell'Euribor a 6 mesi) non era mai stata raggiunta (20).

Né tali presunti costi impliciti, aveva rimarcato l'ordinanza, potevano essere rinvenuti nel valore negativo del *mark to market* al momento della sottoscrizione dei contratti. Questo dato, si precisava, "non esprime un valore reale ma di mera proiezione, in termini di attualizzazione dei costi sostenuti dall'istituto di credito per l'operazione di finanza derivata intrapresa ed a questo dovuti esclusivamente nel caso in cui il rapporto venga interrotto prima della sua naturale scadenza (ed infatti il suo ammontare è decrescente con il passare degli anni per azzerarsi del tutto alla scadenza del contratto). Al pari di una clausola penale, tale importo si presenta come un costo ulteriore ed eventuale (senza per questo essere occulto) connesso all'esercizio della facoltà di anticipata risoluzione del contratto che, come tale, non potrà mai avere un valore positivo durante il periodo di vigenza del contratto". Trattandosi di un piano pluriennale di ristrutturazione del debito fondato sullo scambio di flussi di interessi calibrati secondo una programmazione prestabilita, l'ordinanza riteneva che sarebbe risultata necessaria, in luogo di una valutazione prognostica, ancorata alla data della stipula, un'analisi *ex post* del reale andamento dello strumento finanziario, portato alla sua naturale scadenza, al fine di stabilire se dallo stesso possa essere ricavato un vantaggio o uno svantaggio per l'ente contraente. Conseguentemente, sulla base delle emergenze in atti, la condotta dell'intermediario non era parsa sussumibile nella fattispecie di cui all'art. 640 c.p., mancando il *fumus* di un'effettiva lesione economica in capo alla persona asseritamente truffata.

(19) Definito dall'ordinanza "come l'eventuale sconto o premio da regolare al momento delle operazioni non superiore all'1% del nozionale della sottostante passività e non, come ritenuto dal Giudice per le indagini preliminari, il corrispettivo dovuto al contraente dalla banca per compensare la sua posizione di svantaggio iniziale".

(20) In questi termini veniva richiamato il parere *pro-veritate* prodotto dalla difesa della banca all'udienza cautelare.

3. *La decisione della Suprema Corte.* — La Suprema Corte (21), dichiarati inammissibili i ricorsi proposti dai Comuni e dal P.m., ha giudicato logicamente irreprensibile e dotata di un'intrinseca coerenza la disamina svolta dal Tribunale del Riesame che aveva concepito il danno rilevante ai sensi dell'art. 640 c.p. come effettiva diminuzione del patrimonio, consumandosi il reato non già quando il soggetto passivo, per effetto degli artifici o raggiri, assume l'obbligazione della *datio* di un bene economico, ma nel momento in cui si realizza l'ingiusto profitto da parte dell'agente, con la conseguente definitiva perdita economica da parte del raggirato.

È principio dominante in dottrina (22) ed in giurisprudenza (23) che l'offesa, con la cui verifica si consuma il delitto di truffa, è propriamente di indole economica, declinabile nelle due consolidate categorie, di matrice civilistica, del danno emergente per la perdita di un bene patrimoniale (24) e del lucro cessante per il mancato acquisto di un'utilità economica (25).

L'altra concezione del danno patrimoniale, più risalente, quella giuridica (26), che prospetta un concetto di "patrimonio" come somma dei rapporti giuridici (diritti e obblighi) relativi alle cose di pertinenza di una persona, ove il pregiudizio sofferto dalla vittima dell'inganno consiste nella perdita di un diritto o nell'assunzione di una situazione giuridica sfavorevole, è andata incontro a puntuali critiche ad opera di una parte della dottrina. Una prospettiva di questo tipo, si è obiettato, pecca per difetto perché trascura le situazioni economiche non inquadrabili nello schema formale del diritto soggettivo; e, per altro verso, pecca per eccesso perché considera, invece, come elementi costitutivi del patrimonio anche diritti privi di effettivo valore patrimoniale. In secondo luogo, anticipa la soglia dell'intervento punitivo, trasformando la truffa da delitto di danno in delitto di pericolo: assumendo infatti rilevanza decisiva il momento in cui la vittima compie l'atto dispositivo costitutivo dei diritti e degli obblighi, la truffa viene allora a perfezionarsi già

(21) La pronuncia è stata prontamente riportata dalla stampa: L. GUALTIERI, *Derivati, la Cassazione boccia i pm*, in *Milano finanza*, 25 gennaio 2012, 13, e D. GAUDANIello, *Swap, no ai sequestri preventivi*, in *Il Sole 24 ore*, 23 gennaio 2012, 14. In chiave critica, R. CESARI, *Economia e diritto: dalla coerenza al conflitto nella sentenza di Cass.*, Sez. II del 21.12.2011, in www.dirittobancario.it.

(22) In dottrina: M. BELLI, *I delitti di truffa e di frode informatica*, cit., 584 ss.; L. BISORI, *Truffa*, cit., 553 ss.; G. ROTOLO, *Il momento consumativo della truffa: casi giurisprudenziali e prospettive politico-criminali*, cit., 644 e ss.; G. FIANDACA-E. MUSCO, *Diritto penale*, p. speciale, *I delitti contro il patrimonio*, cit., 181 ss.; C.F. GROSSO, *Considerazioni sul momento e sul luogo del commesso reato del delitto di truffa*, in E. DOLCINI-C.E. PALIERO (a cura di), *Studi in onore di Giorgio Marinucci*, Milano, 2006, III, 2386 ss.; V. MANES, *Delitti contro il patrimonio*, p. terza: *delitti contro il patrimonio mediante frode*, *Truffa*, cit., 575; G. MARINI, voce *Truffa*, cit., 381-382; G. SAMMARCO, voce *Truffa*, cit., 5; G. AZZALI, *Prospettive negoziali del delitto di truffa*, cit., 330; G. BETTIOL, *Concetto penalistico di patrimonio e momento consumativo della truffa*, in *Giur. it.*, 1947, IV, 17.

(23) In questi termini: Cass. pen., Sez. II, 13 aprile 2011, n. 20025, in *CED Cass. pen.*, 2011, Rv. 250358; Cass. pen., Sez. II, 15 ottobre-13 novembre 2009, n. 43347, in *CED Cass. pen.*, 2009, Rv. 245598; Cass. pen., Sez. II, 11 luglio 2008, n. 31044, in *CED Cass. pen.*, 2008, Rv. 240659; Cass. pen., Sez. II, 17 gennaio 2008, n. 7181, in *CED Cass. pen.*, 2008, Rv. 239435. Con riferimento alle pronunce delle Sezioni Unite, tutte univoche sull'argomento nonostante la palese differenza dei casi materiali oggetto di giudizio, Cass. pen., Sez. Un., 21 giugno 2000-1 agosto 2000, n. 18, in *Cass. pen.*, 2000, 3270 ss.; Cass. pen., Sez. Un., 16 dicembre 1998-19 gennaio 1999, n. 17 in *Cass. pen.*, 1999, 1411 ss.; Cass. pen., Sez. Un., 30 novembre 1974, in *Cass. pen.*, 1975, 741 ss.; Cass. pen., Sez. Un., 23 marzo 1969, in *Cass. pen.*, 1969, 1023 ss.

(24) Cass., sez. II, 1 ottobre 1981, in *Cass. pen.*, 1983, 320; Cass., sez. II, 13 dicembre 1982, *ivi*, 2208; Cass., sez. II, 3 ottobre 1986, in *Riv. pen.*, 1987, 310.

(25) Cass., sez. II, 11 ottobre 1986, in *Riv. pen.*, 1987, 703; Cass., sez. II, 1 marzo 1986, in *Cass. pen.*, 1987, 2137.

(26) Nella dottrina italiana: T. DELOGU, *Il momento consumativo della truffa*, in *Giur. compl. cass. pen.*, 1944, 70; A. DE MARSICO, *Delitti contro il patrimonio*, Napoli, 1951, 146; C. PEDRAZZI, *Postilla circa la competenza per territorio in materia di truffa*, in *Diritto penale*, II, *Scritti di parte speciale*, Milano, 2003, 362, già in questa *Rivista*, 1958, 233 ss.; PETTENATI, *Atto di disposizione e momento consumativo della truffa*, in questa *Rivista*, 1962, II, 529.

in questa fase, ossia in un momento nel quale la perdita patrimoniale non si è ancora verificata, ma è soltanto possibile o probabile (27).

Si è anche rilevato, in senso critico, che, quando il legislatore ha inteso anticipare il momento consumativo di un delitto "patrimoniale" all'insorgere del pericolo di lesione, ha adottato diversa terminologia e, soprattutto, lo ha detto espressamente, o parlando esplicitamente di pericolo, od omettendo ogni accenno al danno o utilizzando formule sfumate ed attenuate (28).

Anche da parte di quella dottrina che non ha mancato di rilevare i limiti della prospettazione del danno in termini meramente economici, si è tuttavia riconosciuto che essa ha il merito di adeguare la difesa del patrimonio al principio di offensività, portando a ravvisare il momento effettuale del danno e del profitto, e, quindi, il momento consumativo del reato nell'effettiva diminuzione materiale del patrimonio, nell'avvenuta circolazione economica, cioè nell'effettivo passaggio materiale della cosa dalla sfera patrimoniale della vittima a quella dell'agente, ed a considerare ancora tentativo la stipulazione di un negozio dispositivo di nuovi diritti per il reo e di nuove obbligazioni patrimoniali per la vittima (29).

Nella fattispecie *de qua* la Suprema Corte ha condiviso l'approccio seguito dal Tribunale del Riesame nell'accertare la convenienza economica delle operazioni in derivati, avendo riguardo agli effetti prodotti sulle finanze comunali "in termini di cassa e non di competenza". Quell'ordinanza, come già detto, aveva definito "astratti" i modelli di matematica finanziaria utilizzati dalla prospettiva accusatoria per accertare se nelle condizioni economiche del contratto derivato, all'atto della stipula o della rinegoziazione, si celasse un danno, in termini di costi "impliciti" ed invisibili, taciuti fraudolentemente dall'intermediario.

Come si vedrà più diffusamente nel prosieguo, lo strumento impiegato per determinare il valore del contratto derivato, in scenari di incertezza, è il calcolo stocastico. Tramite le metodiche della finanza quantitativa si ricava, nel mercato *o.t.c.*, il valore ritenuto equo (il *mark to market* o *fair value*), ricorrendo ad una stima essenzialmente probabilistica, definita *model-dependent* (30), utilizzata unitamente all'*up to front* (31) (il premio di liquidità erogato dalla banca), per valutare la convenienza economica dello strumento derivato.

(27) In questi termini, FIANDACA-E. MUSCO, *Diritto penale*, p. s., *I delitti contro il patrimonio*, cit., 181 ss.

(28) G. MARINI, *Truffa*, cit., 382, al quale si rinvia per le argomentazioni sistematiche che sostengono questa interpretazione, afferma l'essenza esclusivamente economico-naturalistica del "danno-evento costitutivo di truffa", tanto nell'aspetto del danno emergente quanto nell'aspetto del lucro cessante, ove quest'ultimo si presenti autonomamente rispetto al primo.

(29) F. MANTOVANI, *Diritto penale, p. speciale, II, Delitti contro il patrimonio*, cit., 20 ss., il quale menziona anche la "mediatrice" concezione giuridico-economica, per la quale il patrimonio è l'insieme dei rapporti giuridici facenti capo ad un soggetto. Essa assicura la tutela penale soltanto ai beni aventi un valore economico, oggetto di un diritto o, comunque, acquisiti in modo non disapprovato dal diritto o sotto la protezione del diritto. Per evitare i difetti e gli eccessi di tutela delle suddette teorie, osserva l'A., è stata elaborata una concezione giuridico-funzionale-personalistica, che, ad un tempo, tenga conto della giuridicità del patrimonio, non potendo estendersi la tutela penale ai beni acquisiti in modo disapprovato dal diritto, e della sua strumentalità personalistica, per la soddisfazione cioè dei bisogni della persona umana, materiali e spirituali, non essendo legittimo da esso escludere cose atte a soddisfare tali bisogni.

(30) La Consob definisce il *fair value* come il "valore corretto" di una posizione, determinato utilizzando le quotazioni di mercato (*mark to market*) o, ove queste non siano disponibili o formate in maniera efficiente, applicando modelli teorici di *pricing* (*mark to model*): Comunicazione n. DIN/9019104 del 2 marzo 2009.

(31) L'art. 62, comma 9, del d.l. 112/2008 ha ampliato il concetto di indebitamento stabilito dall'art. 3, comma 17, secondo periodo, della legge 24 dicembre 2003, n. 350, e successive modificazioni, disponendo che costituisce indebitamento anche "l'eventuale premio incassato al momento del perfezionamento delle operazioni derivate sulla base dei criteri definiti in sede europea dall'Ufficio statistico delle Comunità Europee (Eurostat)". Per ogni approfondimento in merito alla natura giuridica, si rinvia a E. GIRINO, *I contratti derivati*, cit., 473 ss. e, da ultimo, a D. MAFFEIS, *Contratti derivati*, cit., 631 e ss.

Se all'atto della stipula o della rinegoziazione del contratto derivato il *mark to market* assume un segno negativo per l'ente, tale circostanza, costituendo una deroga al principio della parità dell'alea tra contraenti, viene interpretata dalla pubblica accusa come un costo "implicito" che materializza, rendendolo concreto e definitivo, il danno, ove quel valore negativo non sia adeguatamente compensato dalla percezione per l'ente di un *up to front* di pari importo.

Così argomentando, il danno, quale elemento costitutivo della truffa, finisce con il dipendere da valutazioni essenzialmente prognostiche, finalizzate a sindacare, con tutti i limiti insiti in ogni previsione, se le condizioni economiche contemplate dal contratto siano strutturalmente svantaggiose, indipendentemente da una concreta ed effettiva diminuzione del patrimonio in capo al soggetto asseritamente truffato.

Lo strumentario della finanza quantitativa, misurando l'equilibrio dell'alea nel contratto, offre, implicitamente, nuova linfa alla concezione giuridica che, considerando il patrimonio come complesso di diritti soggettivi e di rapporti giuridici a contenuto patrimoniale, ritiene il danno realizzato nel momento in cui si costituisce un rapporto giuridico svantaggioso per il soggetto passivo, a prescindere quindi dalla cosiddetta *deminutio patrimonii* dovuta all'effettivo adempimento degli impegni assunti da parte della vittima (32).

Nel caso in cui la negoziazione riguardi un contratto derivato, ad esempio, un contratto di *swap* (33), il danno (il *mark to market* negativo, con i correlati costi impliciti) viene dedotto, grazie ai modelli stocastici, esclusivamente dalla misura dei tassi di interesse pattuiti.

Questo percorso concettuale, sommariamente accennato, non è stato accolto dalla Suprema Corte che ha, in primo luogo, qualificato il *mark to market* come un dato che "non esprime affatto un valore concreto ed attuale, ma esclusivamente una proiezione finanziaria basata sul valore teorico di mercato in caso di risoluzione anticipata". Inoltre, ha chiarito un punto assai dibattuto, ossia che, nell'ambito dei parametri di sua determinazione, si devono "attrarre anche l'*up front* erogato e l'utile per la banca", introducendo così una svolta concettuale nel dibattito giudiziale, arroccato, sino ad ora, su una astratta nozione di equità finanziaria, estraniata dal riconoscimento dei pur presenti costi di transazione e del fisiologico margine di

(32) Così F. SGUBBI, *Delitti contro il patrimonio, p. prima: profili generali*, in AA.Vv., *Diritto penale. Lineamenti di parte generale*, cit., 530.

(33) Nella variegata e multiforme tipologia degli strumenti derivati, l'attenzione, in ambito giudiziale, si è soffermata sovente sullo *swap* di tassi di interesse (c.d. *I.r.s.*, acronimo di *Interest rate swap*), a cui hanno fatto diffuso ricorso gli enti territoriali, in considerazione della relativa flessibilità operativa che ne ha consentito l'utilizzo in corrispondenza di numerose esigenze tipiche della gestione finanziaria. Inteso come scambio di flussi di cassa, il contratto in questione si presenta, nella sua essenza, come un contratto nominato ma atipico, a termine, consensuale, oneroso ed aleatorio, destinato ad essere influenzato dalle dinamiche del mercato. L'*I.r.s.*, nella sua forma più elementare, c.d. *plain vanilla*, prevede che una parte effettui pagamenti calcolati in base ad un tasso fisso e l'altra, al contrario, in base ad un tasso variabile (ad esempio l'*Euribor* o il *Libor*), entrambi calcolati su di un importo monetario di riferimento (il c.d. valore nozionale del derivato), strumentale al calcolo degli interessi. Tale tipologia di contratto può, ovviamente, presentare strutture più complesse rispetto a quella appena menzionata. È stata molto diffusa la prassi, ad esempio, di inserire nella struttura base un'opzione *cap* o un *collar*, che rappresentano una sorta di assicurazione contro il rischio di una variazione dei tassi e che, come tutte le assicurazioni, prevedono il pagamento di un premio. Una puntuale rassegna di tutte le varianti di *swap* conosciute è ritenuta impossibile: E. GIRINO, *I contratti derivati*, cit., 112 ss. In ordine alla controversa natura giuridica, cfr. di recente: G. OREFICE, *Orientamenti giurisprudenziali in tema di swap*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2011, n. 12, II, 629 e ss.; G. RACUGNO, *Lo swap*, in *Banca borsa e tit. cred.*, 2010, n. 1, I, 39 ss.; E. PAGNONI, *Contratti di swap*, in *I contratti del mercato finanziario*, (a cura di) E. GABRIELLI-F. LENER, Torino, 2004; C.M. DE IULIS, *Lo swap d'interessi o di divise nell'ordinamento italiano*, in *Banca borsa e tit. cred.*, 2004, n. 3, 391 ss.; M. IRRERA, *Swaps*, in *Dig. disc. priv., sez. comm.*, XV, Torino, 1998, 318; B. INZITARI, *Il contratto di swap*, in *I contratti del commercio, dell'industria e del mercato finanziario*, a cura di F. GALGANO, III, Torino, 1995, 2441 ss.; Id., *Swap (contratto di)*, in *Contratto e impresa*, 1988, 609.

intermediazione spettante alla banca, riflesso nelle condizioni economiche del contratto derivato. Infine, la pronuncia ha aggiunto, in aderenza alla concezione economica del danno patrimoniale che richiede sempre un accertamento economico consuntivo, che, per poter stabilire se il *mark to market* "rappresenti un vantaggio o un danno per l'ente contraente", occorre procedere ad una disamina *a posteriori*, allorché, cioè, il contratto abbia raggiunto la sua normale scadenza.

È un dato di significativo rilievo il riconoscimento che il valore del *mark to market* esprime, nella vigenza del rapporto contrattuale, un valore meramente potenziale che non testimonia affatto, se di segno negativo, un danno effettivo. La differenza tra danno potenziale ed effettivo è di tutta evidenza. Con grande limpidezza argomentativa, in un momento storico antecedente la nascita dello *swap* (34), un'autorevole dottrina aveva osservato che "il concetto di danno e il concetto di profitto che sono momenti decisivi a proposito della truffa non possono venire evaporati in una considerazione puramente formale per la quale essi debbono considerarsi come già presenti ed operanti nel momento della costituzione di un rapporto obbligatorio (sia pure viziato) e non nel momento in cui tale rapporto produce i suoi effetti concreti. Tra possibilità di un danno e di un profitto e effettività degli stessi sussiste oltre che una differenza logica anche una differenza reale. E se il diritto penale deve guardare a questa realtà deve ammettere che una cosa è la possibilità di un danno patrimoniale, come nell'ipotesi in cui sia rilasciata una cambiale, e altro è la effettività del danno patrimoniale che si verifica nel momento in cui la cambiale viene pagata. Dalla costituzione di un puro rapporto obbligatorio cambiario prima che esso abbia in effetti operato non si può dire che ci sia quel danno e quel profitto reale che pur sempre si deve richiedere perché la truffa possa dirsi consumata (35)".

Più di recente, si è precisato (36) che il *fair value* (o *mark to market*) di uno strumento derivato, inteso come "il corrispettivo al quale un'attività può essere scambiata, o una passività estinta, tra parti consapevoli e disponibili, in un'operazione tra terzi" (37), esprime un valore meramente potenziale, non certo. Da

(34) La nascita dello *swap* risale all'inizio degli anni '80 del secolo scorso per ovviare alle restrizioni valutarie all'epoca vigenti, che imponevano agli operatori residenti il pagamento di consistenti "premi" sull'acquisto di valute estere finalizzato ad operazioni di investimento o prestito in Paesi esteri: così E. GIRINO, *I contratti derivati*, cit., 35 ss.

(35) G. BETTIOL, *Concetto penalistico di patrimonio e momento consumativo della truffa*, cit., 7, 8.

(36) C. ROSSI, *Il concetto di fair value e la valutazione degli strumenti finanziari*, Milano, 2003, 135. A parere dell'A., p. 137, l'adozione del principio del *fair value* induce nell'intermediario il passaggio da un "reddito prodotto nello scambio e per lo scambio" ad una configurazione più ampia, definibile come "reddito potenzialmente prodotto", o "reddito allargato", in cui compaiono anche utili probabili, stimati sulla base di semplici ipotesi di scambio.

G.E. COLOMBO, *La disciplina delle plusvalenze e delle riserve*, in Convegno Assolombarda, 23 febbraio 2006, in http://www.odcec.mi.it/Libraries/Materiale_Convegni/IL_regime_civilistico_2006.pdf, ha osservato che i principi IAS/IFRS impongono o consentono, in molti casi, l'utilizzo del *fair value* come criterio valutativo, e perciò impongono o consentono la rilevazione di utili non ancora realizzati. Da qui la necessità di un intervento del legislatore per evitare che utili non realizzati possano essere imputati a capitale sociale e per regolare gli effetti delle perdite di bilancio sulle riserve e sul capitale ai sensi dell'art. 2446 c.c. Il legislatore nazionale, al fine di neutralizzare gli effetti derivanti dall'adozione dei principi contabili internazionali, ha precisato il regime di distribuibilità e disponibilità delle riserve movimentate in contropartita diretta alla valutazione *fair value* di alcune categorie di attività, ed ha vietato la distribuzione dei plusvalori da *fair value* imputati al conto economico, così da evitare che gli stessi fossero ripartiti tra i soci in violazione dell'art. 2433, co. 2 c.c. I profili accennati hanno trovato disciplina nel D.lgs. 18 febbraio 2005 n. 38, emanato in attuazione della previsione dell'art. 25, lett. H) della L. 306/2003 (Legge Comunitaria 2003), che demandava al legislatore delegato l'introduzione di norme di coordinamento tra i principi contabili internazionali e la vigente disciplina civilistica e fiscale. In tema, vedasi G. STRAMPELLI, *Le riserve da fair value: profili di disciplina e riflessi sulla configurazione e la natura del patrimonio netto*, in *Riv. soc.*, 2006, 261 e ss.

(37) Trattasi di concetto sostanzialmente nuovo per il nostro Paese che ha indotto vari approfondimenti.

trattare, peraltro, con la massima cautela perché, per quanto ci si sforzi di rendere oggettivo il processo valutativo, il criterio del *fair value* riveste tutta la sua potenziale arbitrarietà e, dunque, la scarsa *'reliability'*, soprattutto quando non è direttamente ricavato dalle quotazioni di mercati liquidi. Invero, quando non sono disponibili prezzi di mercato ed occorre procedere mediante stime, elementi di disturbo possono discendere dall'imperfezione dei modelli prescelti, dagli errori applicativi e dalle manipolazioni dei manager (38). A detto valore, ha aggiunto la Corte dei Conti, potrebbe non corrispondere un coerente flusso finanziario, ove i tassi effettivi non corrispondano ai tassi attesi. La stima acquista un'autonoma valenza finanziaria e genera un corrispondente flusso solo nel caso in cui il contratto venga estinto (39). In capo all'ente locale, per la sua natura e significato, il *mark to market*, non essendo, in vigenza del contratto, espressione di un flusso finanziario, ma mero valore teorico o potenziale, non si presta ad essere rappresentato nelle scritture della contabilità finanziaria (40).

4. *Lo swap nullo ed il danno ingiusto: la prospettiva accusatoria e l'opinione dell'ABI. L'ordinanza del Tribunale del Riesame di Terni.* — La tesi svolta dalla Suprema Corte sembra destinata ad incidere sulle vicende processuali in cui il fulcro della prospettiva accusatoria muove dall'assunto che al momento della stipula del contratto di *swap* le parti debbano essere in posizione di parità finanziaria, così che il valore di mercato sia uguale a zero (41), secondo la costante

dimenti in merito alla logica valutativa ad esso associata unitamente ad una valutazione critica del grado di validità da esso offerto nel fornire un'adeguata misurazione delle grandezze aziendali (sul punto, S. FORTUNATO, *Dal costo storico al "fair value": al di là della rivoluzione contabile*, in *Riv. soc.*, 2007, 941 ss.; M. CARATTOZZOLO, *Principi contabili internazionali*, in *Enc. dir.*, *Appendice di aggiornamento*, 2007).

Nel nostro ordinamento il D.Lgs. 394 del 30 dicembre 2003 ha recepito in parte la direttiva n. 2001/65/CE del 27 settembre 2001, emanata dalla Commissione Europea per modificare le direttive n. 78/660 (in tema di conti annuali), n. 86/349 (in tema di conti consolidati) e n. 86/635 (per i conti annuali e consolidati delle banche), con riguardo all'applicazione del criterio del *fair value* agli strumenti finanziari nei bilanci di esercizio e in quelli consolidati di tutte le società (fatta eccezione per le entità di piccole dimensioni che si avvalgono della redazione del bilancio in forma abbreviata). Più in particolare, il Decreto citato ha modificato il codice civile attraverso l'introduzione dell'art. 2427-bis, relativo alle informazioni da fornirsi in nota integrativa sugli strumenti finanziari, nonché attraverso l'integrazione dell'art. 2428, resa possibile dal comma 2 del n. 6-bis, inerente alle informazioni da fornirsi nella relazione sulla gestione sui rischi degli strumenti finanziari posseduti dall'impresa. Il terzo comma dell'art. 2427-bis c.c. stabilisce che il *fair value* è determinato con riferimento: a) al valore di mercato per gli strumenti finanziari per i quali è possibile individuare facilmente un mercato attivo; qualora il valore di mercato non sia facilmente individuabile per uno strumento, ma possa essere individuato per i suoi componenti o per uno strumento analogo, il valore di mercato è derivabile da quello dei componenti o dello strumento analogo; b) al valore che risulta da modelli e tecniche di valutazione generalmente accettati, per gli strumenti per i quali non sia possibile individuare facilmente un mercato attivo; tali modelli e tecniche di valutazione devono assicurare una ragionevole approssimazione al valore di mercato. Il comma quarto dell'art. 2427-bis afferma poi che, se i criteri sopra menzionati non consentono di formulare una valutazione attendibile, occorre abbandonare il *fair value* e convergere verso i criteri che riflettono il costo storico ridotto delle eventuali perdite di valore.

(38) Così S. FORTUNATO, *Dal costo storico al "fair value": al di là della rivoluzione contabile*, cit.; ICAEW, *Measurement in financial reporting*, October 2006, 31; R. BALL, *International Financial Reporting Standards (IFRS): Pros and Cons for Investors*, in *Accounting and Business Research*, Forthcoming disponibile nel sito <http://ssrn.com/abstract=929561>.

(39) Così Corte dei Conti, Sez. reg. controllo della Regione Friuli Venezia Giulia, *I derivati degli enti locali della regione Friuli Venezia Giulia. Entità del fenomeno, aspetti generali e sistematici*, Relazione approvata dal I collegio in data 25 novembre 2009, 84 ss.

(40) In argomento cfr. anche: M. T. NARDO, *La finanza derivata negli enti locali: aspetti di contabilità, responsabilità e controllo*, in *AA.VV., I derivati nelle PA locali, Origini, dimensione e criticità*, (a cura di) L. NADOTTI, Milano, 2009, 101; C. MOTTURA-L.G. MOTTURA-A. CARLEO, *I derivati nel bilancio degli enti locali: alcuni elementi per una corretta lettura delle risultanze contabili*, in *Foro amm.*, T.a.r., 2011, n. 3, 1085 ss.

(41) È la tesi prospettata nel decreto di sequestro, G.i.p. Vanore, Trib. Milano, 23 aprile 2009, cit. Negli stessi termini concettuali vedasi anche il provvedimento di rinvio a giudizio del 17 marzo 2010,

ed omogenea prassi internazionale degli affari che regola questo mercato (42). Il passo per l'individuazione della nozione di costo "implicito" è breve. Il percorso concettuale è il seguente: alla stipula, attualizzando il valore delle posizioni dei contraenti ai tassi correnti di mercato, il risultato dovrebbe essere pari a zero, così versandosi in una situazione di equilibrio finanziario. Nel caso in cui, invece, l'attualizzazione del flusso dei pagamenti rivelasse una differenza nel valore delle posizioni dei contraenti, non dichiarata e, quindi, non compensata con il versamento di una somma che riconduca a parità le condizioni, così che la posizione di una parte abbia un valore maggiore dell'altra, ci troveremmo in presenza di un c.d. costo "implicito", cioè di un profitto non giustificabile, acquisito a danno dell'altra parte. L'acquisizione di tale profitto è ritenuta immediata all'atto della chiusura del contratto e deve essere iscritta al conto economico della banca, sulla base dei principi contabili internazionali: esso costituisce un guadagno occulto a danno dell'altra parte, definitivamente acquisito. Il costo "implicito", si sottolinea, non costituisce una perdita dovuta ad uno sfavorevole andamento del mercato, ma è acquisito in modo "clandestino" a danno di una parte, che subisce la perdita del correlativo valore economico. Per ripristinare il diritto violato, occorre, pertanto, che la parte che ha acquisito il profitto effettui un pagamento all'altra parte, c.d. "up to front", pari alla differenza di valore delle prestazioni, riequilibrando così lo swap (43).

Dunque, se nel giudizio del tecnico esterno a cui l'accusa, trattandosi di strumenti derivati o.t.c., affida l'incarico di determinare il *pricing* dello strumento finanziario, lo swap presenta, all'atto della stipula, un valore diverso da zero e negativo per l'ente, non adeguatamente compensato da un *up to front* di pari importo, detto valore negativo configurerebbe un c.d. costo "implicito" del derivato (o una c.d. "commissione implicita") che viene interpretato come danno iniziale definitivamente subito dall'ente pubblico a seguito dell'operazione di scambio del rischio (44).

Tale profitto, secondo i principi contabili internazionali, costituirebbe, a parere dell'accusa, un valore effettivo che come tale deve essere iscritto in bilancio dall'ente che lo ha conseguito e che determina i suoi effetti sull'andamento del contratto di swap in relazione alle successive oscillazioni del mercato, nel senso che i successivi guadagni della parte contraente, che ha subito la perdita finanziaria

G.u.p. Luerti, Trib. Milano, cit., nonché il decreto di sequestro, G.i.p. Cazzato, Trib. Acqui Terme, 2 novembre 2009, in www.disastroderivati.it.

(42) Nella letteratura finanziaria il valore iniziale neutro del derivato muove dall'assunto teorico di un mercato che la modellistica ipotizza come perfetto, nel quale non esistono costi di transazione e differenti gravami fiscali, ove il denaro può essere prestato senza rischi. Assunzioni ben presenti, ad esempio, anche nella formula di Black e Sholes, di cui si dirà nel prosieguo, ritenute, per certi versi, irrealistiche (P. WILMOTT, *Introduzione alla finanza quantitativa*, cit., 179 ss.).

(43) Così decreto di sequestro, G.I.P. Vanore, Trib. Milano, 23 aprile 2009, cit.

(44) A. CARLEO-C.D. MOTTURA-L. MOTTURA, *Sul 'valore' di un derivato. Argomentazione in margine alla disputa tra amministrazioni pubbliche e banche*, in *Contratti*, 2011, n. 4, 385 ss., rilevano che il problema del "giusto" valore iniziale del derivato nasce dalla pratica — particolarmente diffusa nel nostro Paese — di conferire ad un tecnico esterno, successivamente alla stipula di un'operazione di finanza derivata, l'incarico di (ri)determinare quale sarebbe dovuto essere, nel suo giudizio, il valore "equo" del derivato alla stipula (c.d. "valore di mercato teorico" o valore "mark-to-model"); in altri termini, di verificare se il valore dello swap alla stipula sia uguale a zero (condizione di "equità") ovvero se esista un problema di squilibrio economico iniziale dello strumento nei casi in cui la banca non abbia quotato all'ente pubblico il "giusto" prezzo. Ma su quali basi, si chiedono gli Autori, è possibile giudicare se il valore del derivato stipulato tra una banca e un'amministrazione pubblica possa o meno essere giudicato equo? E quale ruolo attribuire, anche al fine di dirimere una controversia tra le parti, al valore di mercato teorico del derivato così come determinato da un tecnico esterno? Come si vedrà, il problema non è di poco conto, attesa la circostanza che in quella determinazione subentrano anche le opinioni personali, introdotte in una modellistica matematica necessariamente riduzionista della realtà futura da attualizzare.

iniziale, determinati da un andamento favorevole del mercato, saranno sempre ridotti nella misura del costo "implicito". È una prospettiva che dà per scontata, con atteggiamento scevro da dubbi, la capacità del tecnico esterno di attualizzare il futuro, di individuare opportuni algoritmi che, utilizzando il calcolo stocastico, siano in grado di esprimere, al tempo della stipula o della rinegoziazione, in un numero, un unico numero, il valore di mercato di un qualcosa che, invece, mercato non ha.

Ma è proprio così? Invero, il costo c.d. "implicito", che promana da un valore ipotizzato come teorico, di certo ed univoco ha ben poco, dipendendo quella stima, ricavata da varia modellistica presente nella letteratura della finanza quantitativa, dalle assunzioni sottostanti, dalla plausibilità delle ipotesi rispetto al complesso dato fenomenico del mercato finanziario, caratterizzato da una permanente incertezza, destinata a dilatarsi quanto più lontana nel tempo è la durata dello specifico strumento derivato (sul punto si ritornerà nel prosieguo, per dare atto del problema delle assunzioni nei modelli matematici impiegati per pervenire ad ipotesi di stima del valore teorico del Mark to Market in mercati illiquidi).

Ciò che la tesi accusatoria definisce costo "implicito", l'ABI (45) qualifica, al contrario, come margine di remunerazione della banca, fisiologico alla sua operatività poiché atto a coprire i costi e remunerare i rischi assunti. Dopo aver premesso che lo strumento finanziario derivato non costituisce debito (46), che ben definite sono le strutture base ammesse (*swap* di tasso di interesse, acquisto di *cap*, acquisto di *collar*, acquisto di *forward rate agreement*, *swap* con rimodulazione del debito sottostante a condizione che i flussi attualizzati che l'ente paga non siano crescenti), che non sono consentiti margini di autonomia delle parti contrattuali nella definizione delle strutture utilizzabili, essendo queste definite a monte dal legislatore (47), l'ABI ha affermato che la remunerazione non dà luogo a "commissioni occulte", bensì ad un margine di intermediazione diverso da operatore ad operatore ed in relazione alla varia tipologia della clientela. Tale margine costituisce "un elemento necessario dei derivati ed è una componente del prezzo concordato, così come per i mutui e le obbligazioni". Esso si può ridurre o, addirittura, diventare negativo durante la vita dell'operazione, in funzione del deterioramento del credito o del mancato pagamento dell'ente territoriale. Il margine in questione risulta riflesso nella struttura economica del contratto, traducendosi parzialmente in profitto per l'intermediario dopo che siano stati recuperati i costi e sostenuto il rischio di credito fino a scadenza, senza il verificarsi di eventi sfavorevoli. Al cliente viene sempre chiaramente rappresentato qual è il livello finito di tasso a suo carico, e questo livello già comprende la remunerazione per l'attività della banca. Ad esempio, per un *collar*, tasso euribor semestrale compreso nei limiti minimo del 4,00% e massimo del 6,00%, il prezzo viene esposto al cliente nelle fasi prepara-

(45) Vedasi l'Audizione, presso la VI Commissione finanze del Senato, del Direttore Centrale Area Corporate dell'ABI, D. SANTECECCA, *Indagine conoscitiva sull'utilizzo e la diffusione degli strumenti di finanza derivata e delle camolarizzazioni nelle pubbliche amministrazioni*, 1 aprile 2009, 39 e ss. La relazione è visibile al seguente indirizzo: http://www.abi.it/doc/124170237246187_g_servizi_1.pdf.

(46) Cfr. la Circolare ministeriale 22 giugno 2007 nell'ambito della quale è stata ribadita l'identificazione degli strumenti finanziari in questione quali meri strumenti di gestione del debito, non configurabili di per sé come operazioni di indebitamento, confermando, di conseguenza, la non applicabilità per essi delle delegazioni di pagamento ex artt. 206 e 220 del D.Lgs. 8 agosto 2000, n. 267 (Testo unico degli enti locali).

(47) Con riferimento alle figure contrattuali previste ed all'evoluzione normativa e regolamentare, cfr.: F. CAPUTO NASSETTI, *I contratti finanziari derivati*, cit., 719 ss.; E. GIRINO, *I contratti derivati*, cit., 391 ss.; L. SCIANDRA, *I derivati degli enti locali: una rassegna delle informazioni su dimensioni e criticità*, in *Riv. dir. fin. sc. fin.*, 2008, n. 3, I, 388 ss.; L. MIOTTO, *Strumenti derivati e tutela della finanza pubblica: gli equilibri indicati dalla legge finanziaria 2009*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2009, n. 2, 331 ss.

torie e al momento del perfezionamento del derivato ed è riportato nei documenti contrattuali. Su tale base, il cliente può effettuare le proprie valutazioni rispetto alle proprie esigenze di bilancio, ai tassi di mercato, alla propria anticipazione dell'andamento futuro dei tassi, alla composizione del proprio portafoglio di debito, a scelte di *policy* proprie del sistema delle Autonomie locali. Peraltro, si aggiunge, sarebbe stata la MiFID (48), relativamente alla clientela *retail*, a prevedere l'obbligo, in precedenza non previsto (49), ma che dovrebbe essere vigente alla ripresa dell'operatività in derivati, "di inserire in contratto le remunerazioni spettanti all'intermediario o i criteri oggettivi per la loro determinazione, specificando le relative modalità di percezione". In tale direzione andrebbero anche le Linee guida interassociative per l'applicazione delle misure Consob di livello 3, in tema di prodotti finanziari illiquidi, validate dalla Consob il 5 agosto 2009 (50), redatte da ABI, Assosim e Federcasse, per le quali il valore di un derivato alla stipula sarebbe strutturato in tre componenti: il "*fair value*", definito "valore teorico *mid-market*" dell'operazione come risultante dai modelli di *pricing* dell'intermediario; i "costi di *hedging*", intesi come "costi sostenuti per la gestione del rischio di mercato dell'operazione"; il "*markup*", ossia il "costo sostenuto per la remunerazione commerciale dell'intermediario" e che include, tipicamente, anche il rischio di credito dell'operazione insieme agli altri rischi a carico dell'intermediario.

La Suprema Corte, nella pronuncia che si annota, affermando che nei parametri di determinazione del *mark to market* si devono "attrarre (...) anche l'*up front* erogato e l'utile per la banca", pare andare nella direzione tracciata dall'ABI (51). In questo senso si è espresso, di recente, anche il Tribunale del Riesame di Terni (52), che, chiamato a giudicare una situazione analoga a quella sottoposta al vaglio della Suprema Corte, ha annullato, con il medesimo percorso argomentativo illustrato dal Tribunale del Riesame di Messina, il decreto di sequestro preventivo emesso dal G.i.p. di Orvieto, disponendo la restituzione all'avente diritto di quanto sottoposto a sequestro preventivo. Esaminata la struttura economica dei contratti di *I.r.s.*, giudicata non speculativa ma, al contrario, di "copertura" rispetto a debiti preesistenti della Pubblica Amministrazione, quell'ordinanza ha riconosciuto come ovvio il fatto che "a fronte di ciò, la Banca deve poter percepire un utile destinato a coprire i costi dell'operazione e a remunerare i rischi assunti, come usualmente

(48) Direttiva n. 2004/39/CE, relativa ai mercati degli strumenti finanziari — *Markets in Financial Instruments Directive*.

(49) Per le operazioni derivate, sottoposte al T.U.F. anziché al T.U.B. (D.Lgs. 1 settembre 1993, n. 385), effettuate per conto proprio dall'intermediario, non vi era alcun obbligo di esplicitare separatamente il margine di intermediazione. L'art. 32 del Regolamento Consob n. 11522/98 distingue l'operatività in conto proprio da quella per conto terzi, prevedendo al 5° comma che: "Nella prestazione del servizio di negoziazione per conto proprio gli intermediari autorizzati comunicano all'investitore, all'atto della ricezione dell'ordine, il prezzo al quale sono disposti a comprare o a vendere gli strumenti finanziari ed eseguono la negoziazione contestualmente all'assenso dell'investitore: sul prezzo pattuito non possono applicare alcuna commissione". Aggiungendo, nel 6° comma, che: "Nella prestazione del servizio di negoziazione per conto terzi, ferma restando l'applicazione delle commissioni e spese, il prezzo praticato all'investitore è esclusivamente quello ricevuto o pagato dall'intermediario".

(50) Con comunicato pubblicato sul proprio sito internet la CONSOB ha reso noto di aver validato il 5 agosto 2009, in esito alla procedura pubblicata il 2 maggio 2008, le Linee Guida interassociative volte a supportare gli intermediari nella certa e pronta declinazione della propria Comunicazione n. 9019104 del marzo 2009. In argomento vedasi anche R. MARCELLI, *Le operazioni di Swap: Fair Value e Margine di intermediazione*, in *Il Caso.it*, II, 289/2012.

(51) R. CESARI, *Introduzione alla finanza matematica*, cit., 9, osserva che "illiquidità e rischio di controparte allargano il *bid-ask spread* del mercato OTC rispetto a quello del mercato regolamentato, vale a dire la forbice (*spread*) tra il prezzo che l'intermediario è disposto a pagare per acquistare (*bid price* o prezzo denaro) e il prezzo (superiore al precedente) che l'intermediario vuole ricevere (*ask* o *offer price* o prezzo lettera) per vendere il titolo o contratto".

(52) Tribunale del Riesame di Terni, ordinanza 7 febbraio 2012, dep. 8 febbraio 2012, Est. Tordelli, inedita.

avviene in tutte le operazioni finanziarie. Al cliente viene, pertanto, imposto un livello di tasso comprensivo del margine di utile destinato alla Banca senza che al cliente stesso siano state imposte spese ulteriori rispetto a quanto chiaramente esplicitato nei contratti". È stata, anche in questa circostanza, disattesa la valutazione svolta dalla società-consulente del P.m. che avrebbe formulato, stando all'ordinanza in questione, "una valutazione aprioristica in termini probabilistici, mentre maggiormente attendibile sarebbe una analisi *ex post* del reale andamento del contratto, ove portato alla naturale scadenza, al fine di stabilire se dallo stesso possa essere ricavato un vantaggio o uno svantaggio per l'Ente contraente". Dalla consulenza espletata dalla difesa sarebbe emerso come "i due contratti di finanza derivata stipulati dal Comune di Orvieto rappresentino un'operazione "efficiente" dal punto di vista economico e "giustificata" in termini di minori uscite di cassa a favore dell'ente". In definitiva, il presunto danno arrecato al Comune ed il correlativo ingiusto profitto della banca sottoposto a sequestro, non corrispondendo ad "alcuna effettiva uscita di cassa da parte del Comune né ad alcuna somma effettivamente percepita dalla banca", costituirebbero "importi determinati dal consulente del P.m. in modo virtuale sulla base di conteggi matematici astratti".

Il Tribunale del Riesame di Terni non è entrato nel merito delle assunzioni accolte nella valutazione prognostica svolta dalla società consulente del P.m., arrestandosi al più immediato e percepibile concetto di flusso di cassa, prendendo atto che alcuna somma mai era stata percepita dalla banca, malgrado l'asserito danno promanante dalla valutazione del *mark to market*, ritenuto negativo all'atto della stipula con gli ipotizzati costi impliciti. Questo dato, conformandosi all'orientamento della Suprema Corte, non è stato riconosciuto come reale, ma meramente teorico, con la conseguente assenza del *fumus commissi delicti*.

5. *La non univocità dei criteri valutativi del mark to market ed il problema dei limiti delle assunzioni nei modelli matematici.* — Si è detto criticamente, sotto il profilo strettamente civilistico, che il riferimento normativo al codice civile (art. 2427-bis) non aiuta l'interprete che voglia comprendere quali siano i criteri, non menzionati in ambito contrattuale, a cui occorra fare riferimento per determinare il valore di mercato di uno *swap* in un mercato illiquido (*o.t.c.*). Analogamente, non soccorre il metodo di stima del c.d. costo di sostituzione menzionato dall'art. 203 T.U.F. (53), posto che in entrambi i casi il legislatore demanda alla "miglior prassi" il compito di suggerire i più idonei modelli valutativi (54). Occorre allora volgere lo sguardo alla letteratura in tema di finanza quantitativa, ove il *mark to market* di uno *swap* è inteso come il valore attuale della somma dei flussi da ricevere meno il valore attuale della somma dei pagamenti da effettuare. Poiché i flussi da scambiare sono, per una parte, a tasso fisso e, per l'altra parte, a tasso variabile, è evidente che per determinare il valore di mercato dello *swap* sorge la necessità di stimare i flussi a tasso variabile (55). Tale operazione è destinata a complicarsi in presenza di eventuali opzioni.

(53) Il secondo comma dell'art. 203 T.U.F. (D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58) dispone che: "Per l'applicazione dell'articolo 76 della legge fallimentare agli strumenti finanziari e alle operazioni indicati nel comma 1, può farsi riferimento anche al costo di sostituzione dei medesimi, calcolato secondo i valori di mercato alla data di dichiarazione di fallimento o di efficacia del provvedimento di liquidazione coatta amministrativa".

(54) E. GIRINO, *I contratti derivati*, cit., 462 ss.

(55) Tale stima viene, in genere, compiuta sulla base dei tassi *forward* impliciti nella curva dei rendimenti correnti. Si potrebbe così ricavare, ad esempio, il tasso *forward* a sei mesi fra sei mesi sulla base del tasso *zero coupon* a sei mesi e del tasso *zero coupon* a un anno. Ricorrendo alla teoria delle aspettative,

Il *mark to market*, nato come strumento di monitoraggio e come criterio di calcolo della marginazione (56), non è, nel mercato *o.t.c.* (57), un valore assoluto ma, al contrario, una stima, mutabile ad ogni variazione, anche giornaliera, del mercato, che si propone di simulare i possibili scenari futuri del “sottostante” al fine di determinare, per ciascuno scenario, il conseguente valore del *pay-off* (58).

Il valore del derivato, secondo la Consob, dovrebbe essere la media dei valori assunti dal *pay-off*, ponderati per le probabilità di accadimento di ciascuno scenario, scontata del valore finanziario del tempo (e cioè riportata al momento della valutazione) (59). Il calcolo, assai sofisticato, contiene, ovviamente, elevati margini di aleatorietà (60) e trattandosi, come si è già detto, di una grandezza *mark to model*, non è per niente univoco né certo nei risultati, come riconosciuto dallo stesso IASB (61), in considerazione non solo della non trascurabile componente di soggettività insita nel processo di calibrazione degli *inputs* da adottare (62), ma anche della varietà dei modelli stessi a cui l'interprete potrebbe accedere. Ogni modello quantitativo, giova sottolinearlo, è una rappresentazione semplificata (riduzionista) della realtà, che non può prescindere dalla specificazione di una serie di ipotesi sottostanti: esso può essere giudicato positivamente o negativamente soprattutto in relazione agli assunti adottati, ossia alla maggiore o minore plausibilità (*rectius* realismo) delle ipotesi accolte. Peraltro, il passaggio dai modelli teorici alle applicazioni empiriche contiene numerose difficoltà che, nel caso dei derivati, concernono: la stima (calibrazione) dei parametri incogniti; il passaggio da modelli a tempo continuo a modelli applicati necessariamente nel discreto; la presenza di “imperfezioni di mercato” come chiusure, costi di transazione, illiquidità, indivisibilità, tassazioni e regolamentazioni, in genere diverse da paese a paese e, a volte, da titolo a titolo (63).

Si è correttamente osservato che, adottato un modello, la fissazione delle ipotesi dipende, in generale, dalle informazioni disponibili sul mercato alla data di valutazione e dalla struttura dei rischi degli strumenti finanziari da valutare. Ed ancora che, una volta individuate le ipotesi sulle variabili guida della valutazione,

il montante prodotto da un investimento ad un anno dovrebbe uguagliare il montante atteso investendo a sei mesi per sei mesi e poi reinvestendo il ricavato a sei mesi per altri sei mesi.

(56) E. GIRINO, *I contratti derivati*, cit., 455 ss.

(57) In dottrina sono numerosi i contributi relativi al mercato *o.t.c.*: M. SEPE, *La contrattazione over the counter*, in *Riv. trim. dir. ec.*, 2011, n. 1, I, 45 ss.; E. GIRINO, *Sviluppi giurisprudenziali in materia di derivati over the counter*, nota a Trib. civ., Milano, 19 aprile 2011, in *Banca borsa tit. cred.*, 2011, n. 6, II, 794 ss.; D. MAFFEIS, *Intermediario contro investitore: i derivati over the counter*, in *Banca borsa e tit. cred.*, 2010, n. 6, 779-796; R. SCALCIONE, *La proposta di riforma della disciplina dei derivati Otc negli Usa*, in *Dir. banca merc. fin.*, 2010, n. 1, I, 63 ss.; F. BRUNO-A. ROZZI, *La collateralizzazione degli strumenti finanziari derivati OTC («over the counter») in Italia*, in *Le società*, 2007, n. 10, 1225 ss.; B.J. BUSHEE-C. LEUZ, *Economic consequences of SEC disclosure regulation: evidence from the OTC bulletin board*, in *Journal of Accounting and Economics*, 2005, n. 2, 233; P. DAVENPORT, *A practical guide to collateral management in the OTC derivatives market*, Palgrave Macmillan, 2003.

(58) La relazione — determinabile attraverso funzioni matematiche — che lega il valore del derivato al sottostante costituisce il risultato finanziario del derivato, anche detto “*pay-off*”: in questi termini, Consob, *Allegato tecnico, Gli strumenti finanziari derivati*, 12 gennaio 2005, Audizione ROSATI.

(59) Consob, *Allegato tecnico*, cit.

(60) Corte dei Conti, Sez. riunite di controllo, Audizione presso la VI Commissione Finanze, cit.

(61) Lo IASB Expert Advisory Panel, *Measuring and disclosing the fair value of financial instruments in markets that are no longer active*, Draft Document, 16 September 2008 (http://www.ifs.org/NR/rdonlyres/F309C029-84B4-4F1F-BFB6-886EE9922A42/0/Expert_Advisory_Panel_draft_160908.pdf), afferma l'assoluta plausibilità di differenti risultati, in un dato momento, del *fair value* di un prodotto derivato trattato in mercati illiquidi.

(62) Cassa Depositi e Prestiti, *Osservazioni allo schema di regolamento ministeriale del 23 settembre 2009 di attuazione dell'art. 62, D.L. 112/2008*, www.dt.tesoro.it, 30 ottobre 2009. In argomento, vedasi anche F. BRUNO e A. ROZZI, *La collateralizzazione degli strumenti finanziari di mercati OTC («over the counter») in Italia*, cit., 1236.

(63) R. CESARI, *Introduzione alla finanza matematica*, cit., 387 ss.

occorre adottare ulteriori ipotesi ("ipotesi sulle ipotesi" (64)). Per dare contezza dei molteplici fattori che potenzialmente possono incidere sulla "qualità" di una valutazione di *mark to market*, svolta da un analista esterno alla banca che quota il derivato, la dottrina (65) ha affermato che essi principalmente sono:

a) il "timing" dell'operazione, dato che una valutazione esterna di *mark to market* si basa tipicamente su dati rilevati a fine giornata ("end-of-day") anziché sui dati "intraday" effettivamente utilizzati dalla banca ai fini del pricing; nel caso di contratti di lunga durata, la particolare sensibilità del valore ai dati iniziali può determinare significative differenze nella valutazione;

b) i diversi provider di dati di mercato (ad esempio Bloomberg, Reuters); i dati estratti da provider esterni, inoltre, possono essere diversi da quelli effettivamente utilizzati dalla banca come "market maker", che possono essere influenzati dalle sue strategie commerciali e/o dalle strategie di gestione delle posizioni in essere; con riguardo a dati estratti da provider esterni, questi possono essere diversi da provider a provider e, a parità di provider, possono essere diversi al variare del soggetto che contribuisce a fornire informazioni (si pensi, ad esempio, ai diversi contributors di volatilità quotate censiti in Bloomberg); la qualità di valutazioni esterne del *mark to market* può anche essere condizionata: dalla mancanza di informazioni di mercato complete ai fini della valutazione — ad esempio, la mancanza di dati relativi alla scadenza e/o alle grandezze contrattuali caratteristiche del derivato (si utilizzano, in tali casi, tecniche di "completamento", con interpolazione o estrapolazione di informazioni dal campione di dati fornito dal provider esterno) e/o ai parametri di mercato che guidano l'incertezza del derivato —; da diverse regole di rilevazione dei dati quotati — ad esempio se quotazioni denaro o lettera o mid, di fine giornata o rilevate nel durante —, dalla mancanza di dati storici come è tipicamente nel caso di strumenti a lunga scadenza o privi di liquidità;

c) l'uso di modelli diversi rispetto a quelli utilizzati dalle banche, spesso creati in base alle consuetudini di copertura. Con riguardo ai premi per i rischi di un derivato o.t.c. da incorporare nel suo *mark to market* (risk loading) sono rilevanti, in generale: rischio di mercato (in particolare, rischio di tasso di interesse e rischio di volatilità), rischio di liquidità, rischio di credito e rischi operativi, unitamente agli effetti derivanti dal costo del capitale allocato dalla banca a fronte dell'operazione.

Da ciò la concreta possibilità di pervenire a risultati significativamente differenti a seconda del metodo valutativo prescelto e delle ipotesi di calibrazione assunte. Inoltre, anche la scelta di talune metodiche di valutazione è suscettibile di offrire il fianco a valutazioni critiche in ordine alla relativa adeguatezza. Ad esempio, la simulazione di *Bootstrapping* consente di generare una serie di movimenti aleatori del prezzo del "sottostante" ricorrendo a dati storici. L'obiettivo è quello di ipotizzare una distribuzione di tutti i possibili scenari basandosi sulle effettive serie storiche. Ma lo svantaggio principale deriva dalla necessità di disporre di lunghe ed adeguate serie storiche, che possono talvolta rappresentare il comportamento di un determinato titolo in circostanze non più attuali (66).

L'evoluzione nel tempo dei mercati finanziari è sempre stata caratterizzata da un alto grado di imprevedibilità. Nella determinazione degli equilibri di mercato, e

(64) C.D. MOTTURA, *Derivati e enti locali: commissioni o ipotesi implicite? Il caso del Long Term Collar Swap*, Roma Tre, Università degli Studi, Collana del Dipartimento di economia, Working Paper n° 99, dicembre 2008, 5.

(65) C.D. MOTTURA, *Derivati e enti locali: commissioni o ipotesi implicite? Il caso del Long Term Collar Swap*, cit., 5.

(66) P. WILMOTT, *Introduzione alla finanza quantitativa*, cit., 360.

quindi nella formazione dei prezzi, grande rilevanza ha avuto il ruolo delle aspettative degli agenti sul futuro, ma, è necessario sottolineare che, solo in situazioni idealizzate, si può assumere che queste aspettative risultino confermate *ex post*. Ogni modello evolutivo per il mercato finanziario, e quindi per la struttura dei tassi di interesse, deve tenere conto del ruolo dell'incertezza, basandosi su opportune ipotesi probabilistiche sullo stato futuro del sistema economico. Sebbene i tassi futuri siano caratterizzati da un elevato livello di imprevedibilità, essi entrano necessariamente nei piani finanziari che gli agenti formulano. Acquistano, così, rilevanza sia economica che metodologica le aspettative determinate dalle valutazioni di probabilità sugli stati futuri del mercato.

Le differenti teorie per la struttura per scadenza dei tassi di interesse proposte nella letteratura tradizionale possono essere enunciate proprio formulando ipotesi sulle aspettative (67). In dottrina (68), la più semplice è la "teoria delle aspettative" (*expectations theory*), secondo cui i tassi di interesse a lungo termine dovrebbero riflettere le aspettative sui futuri tassi di interesse a breve. Più precisamente, si sostiene che un tasso di interesse *forward* relativo ad un certo periodo è uguale all'aspettativa del futuro tasso di interesse *spot* per quel periodo. Secondo, invece, la "teoria della segmentazione dei mercati" (*market segmentation theory*) non esiste alcuna relazione tra tassi di interesse a breve, a medio e a lungo termine. Il tasso di interesse a breve è determinato da offerta e domanda nel mercato dei titoli a breve, il tasso di interesse a medio è determinato da offerta e domanda nel mercato dei titoli a medio termine, e così via.

Di opinione differente la "teoria della preferenza per la liquidità" (*liquidity preference theory*) per la quale i tassi *forward* dovrebbero essere sempre più alti dei tassi *spot* attesi. Infine, con la teoria dell'"habitat preferito", si suppone che il mercato sia popolato da agenti che, pur avendo convenienza ad investire su un determinato segmento di *maturity*, sono disposti ad uscire da tale "habitat preferito" investendo anche su titoli con vita a scadenza diversa se questi offrono un adeguato premio in termini di extrarendimento (69).

Le teorie tradizionali, si è aggiunto, non forniscono modelli in senso proprio, ma propongono piuttosto delle semplici "ipotesi di lavoro", cercando di individuare le determinanti economiche della struttura per scadenza dei tassi di interesse (70). Ognuna di esse ha ricevuto conforti empirici a sostegno e test che, al contrario, ne smentivano la correttezza; nessuna è parsa in grado di spiegare sistematicamente meglio delle altre la forma e le implicazioni della *term structure* (71).

Anche alcune assunzioni sottostanti il modello di Black e Scholes (72), diffusamente impiegato nella valutazione del prezzo delle opzioni europee, sono state definite irrealistiche e comunque criticabili in misura più o meno profonda (73).

(67) F. MORICONI, *Matematica finanziaria*, Bologna, 2008, 223 ss.

(68) J.C. HULL, *Fondamenti dei mercati di futures e opzioni*, cit., 93 ss.

(69) F. MORICONI, *Matematica finanziaria*, Bologna, 2008, 232 ss.

(70) F. MORICONI, *Matematica finanziaria*, Bologna, 2008, 232 ss.

(71) A. CAPIZZANO, *Le attività di risk management nella finanza di impresa*, Milano, 2005, 28 ss.

(72) Sulla natura e origine del modello, le sue implicazioni operative e la sua derivazione matematica, si vedano, tra le altre, le seguenti opere: R. MERTON, *Optimum consumption and portfolio rules in a continuous-time model*, in *Journal of Economic Theory*, n. 3, 1971, 373-413; R. MERTON-M. SCHOLES-M. GLADSTEIN, *The return and the risk of alternative call option portfolio investment strategies*, in *Journal of Business*, n. 51, 1978, 183-242; *Id.*, *The return and the risk of alternative put option portfolio investment strategies*, in *Journal of Business*, n. 55, 1982, 1-55; R. MORO VISCONTI, *Le opzioni e il loro prezzo*, in M. CATTANEO (a cura di), *Manuale di finanza aziendale*, Bologna, 1999, 720-723; J. HULL, *Fondamenti dei mercati di futures e opzioni*, cit., 292 ss.; E. GERETTO, *Gli strumenti derivati: utilizzi per gli investitori e le imprese*, cit., 107 ss.

(73) In questi termini P. WILMOTT, *Introduzione alla finanza quantitativa*, cit., 140 ss.

Tra le principali ipotesi di base, su cui si regge il modello in questione, in dottrina (74) si sono sottolineate le seguenti:

- il sottostante segue una passeggiata aleatoria log-normale;
- il tasso di interesse privo di rischio è una funzione nota del tempo;
- il sottostante non paga dividendi;
- la copertura viene effettuata continuamente; e ciò, si è detto, “è chiaramente impossibile. L’attività di copertura viene effettuata periodicamente e avverrà tanto più frequentemente quanto minori saranno i costi di transazione associati (75)”;
- non esistono costi di transazione: in realtà, “una vera attività di copertura dinamica ha costi non indifferenti, essendo diverse già le stesse quotazioni denaro-lettera del sottostante. Naturalmente, in certi mercati questi costi sono più elevati che in altri (76)”;

— non esistono possibilità di arbitraggio: questa, si è affermato, “è una favola. Possibilità di arbitraggio esistono eccome, e l’attività di molti operatori consiste proprio nell’individuare e nello sfruttarle (77)”.

Ma è accettabile ipotizzare, come avviene nella formula di Black e Scholes, un mercato perfetto, in cui sono assenti, tra l’altro, i costi di transazione e i gravami fiscali? Può ritenersi quell’ipotesi adeguata in mercati meno liquidi, in cui il differenziale (*spread*) denaro-lettera è piuttosto ampio e ricoperture frequenti non sono particolarmente convenienti? In simili situazioni, avverte la medesima dottrina, i fondamenti dell’impianto teorico di Black e Scholes “*cadono ed è persino legittimo porsi interrogativi sulla validità di ogni formula di prezzo*” (78).

Molte sono state le rivisitazioni di quel modello che hanno fatto notare una patologica dissomiglianza di talune assunzioni rispetto ai dati offerti dal mercato. Non si è mancato di porre in discussione, ad esempio, anche una delle ipotesi centrali, l’ipotesi di lognormalità per le oscillazioni del sottostante (79).

Il senso della complessità delle elaborazioni concettuali si coglie nel come tradurre in algoritmo di calcolo la definizione di *fair value* nel caso di contratti non quotati, perché non scambiabili sul mercato dopo la vendita. In letteratura si è osservato che non sempre è possibile e forse neanche opportuno sfruttare la potenza dell’approccio alla Black e Scholes e fare a meno delle probabilità soggettive. In molte fasi tornano in primo piano le opinioni personali (80). Questo spiega nei più recenti sviluppi accademici il nuovo ruolo che sembrano giocare gli elementi di analisi psicologica o il semplice riconoscimento che vi sono limiti in ciò che si può conoscere (81).

(74) P. WILMOTT, *Introduzione alla finanza quantitativa*, cit., 146 e ss.; G. CASTELLANI-M. DE FELICE, F. MORICONI, *Manuale di finanza. III. Modelli stocastici e contratti derivati*, Bologna, 2006, 193 ss.

(75) P. WILMOTT, *Introduzione alla finanza quantitativa*, cit., 146 ss.

(76) P. WILMOTT, *Introduzione alla finanza quantitativa*, cit., 146 ss.

(77) P. WILMOTT, *Introduzione alla finanza quantitativa*, cit., 147 ss.

(78) P. WILMOTT, *Introduzione alla finanza quantitativa*, cit., 179 ss.

(79) Ad iniziare da B. MANDELBROT, *The variation of certain speculative prices*, *Journal of Business*, 1963, n. 36, 394-419; ID., *Fractals and scaling in finance: discontinuity, concentration, risk*, Springer, 1997, e E.F. FAMA, *The Behavior of Stock Market Prices*, in *Journal of Business*, 1965, n. 38, 34-105, si è cercato di proporre modelli più aderenti alla realtà.

(80) G. CASTELLANI-M. DE FELICE-F. MORICONI, *Manuale di finanza. III. Modelli stocastici e contratti derivati*, Bologna, 2006, 193 ss. In argomento, cfr. anche F. MODIGLIANI-M. MILLER, *The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment*, in *American Economic Review*, 1958, n. 48, 3.

(81) Sul punto si rinvia alle acute osservazioni dello storico della matematica G. ISRAEL, *A proposito della crisi finanziaria*, in Blog di Giorgio Israel, 18 ottobre 2008, www.gisrael.blogspot.com, il quale, dopo aver giudicato negativamente la teoria delle cosiddette aspettative razionali, sulla scorta della quale se gli operatori economici agiscono come robot, secondo regole che riflettono le prescrizioni della teoria, l’economia diventerà un sistema robotico perfettamente prevedibile, ha dato atto che detta visione, a partire

Il pericolo dell'illusione del controllo in un mercato apoditticamente ritenuto perfetto è stato stigmatizzato, in termini chiari, dal gruppo di lavoro (82) sulla "Modellazione dei mercati finanziari" nel *Workshop* di Dahlem del 2008. Si è detto che il rigore matematico e la precisione numerica degli strumenti di gestione dei rischi e della quotazione degli *asset* tende a nascondere la debolezza dei modelli e delle assunzioni a coloro che non li hanno sviluppati e non conoscono le potenziali debolezze delle assunzioni. La maggiore sofisticazione dei modelli esistenti non supera tuttavia il problema della robustezza e non assolve i modellatori dall'onere di spiegare i loro limiti agli utenti dell'industria finanziaria.

Peraltro, si è osservato che il paradigma delle aspettative razionali, pietra miliare di molti modelli nella finanza e nella macroeconomia, viene mantenuto nonostante tutte le evidenze contrarie scoperte nelle ricerche empiriche. Molta parte di questa letteratura mostra che i soggetti umani agiscono in un modo che non assomiglia affatto al paradigma delle aspettative razionali; al contrario, "i mercati finanziari sono fortemente influenzati da reazioni emotive e ormonali. I modelli economici dovrebbero prendere sul serio queste scoperte" (83). È d'obbligo, dunque, la massima cautela nell'assumere, con atteggiamento fideistico, i risultati di qualsiasi teorema matematico.

La crisi finanziaria ha mostrato quanto fosse mal riposta una fiducia cieca nelle tecniche matematiche di misurazione del rischio (84). I progressi nella gestione dei rischi sono stati incrinati "dall'inappropriato trattamento dei presupposti sottostanti gli approcci di riferimento, basati sui modelli stocastici dei derivati, che hanno preso il posto dei tradizionali modelli attuariali (i modelli *Var - Value at Risk* e i modelli di valutazione delle opzioni — ne sono un chiaro esempio). La stessa

dagli anni settanta, si è incarnata nel menzionato modello matematico di Black e Scholes, poi rielaborato da Robert Merton. Passate in rassegna le ipotesi sottostanti, ritenute irrealistiche e, tuttavia, accettate dal sistema in quanto prescrizioni atte a realizzare un mercato finanziario prevedibile, ha affermato che "sta crollando un paradigma scienziato: l'idea delirante di organizzare la società umana come il mondo fisico, anche se neppure questo è perfettamente prevedibile. Ma è vano illudersi. I suoi fautori non demorderanno, a costo di affogarci in un mare di rovine (...)". Una recente critica in merito agli assunti di Black e Scholes è espressa anche da I. STEWART, *Seventeen equations that changed the world*, Basic Books, 2012.

(82) Trattasi di un *opinion paper*, dal titolo *The Financial Crisis and the Systemic Failure of Academic Economics*, frutto del risultato di una settimana di intense discussioni, di un gruppo di lavoro a cui hanno partecipato: D. COLANDER, Department of Economics, Middlebury College, Usa; A. HAAS, Postdam Institute for Climate Impact Research, Germany; K. JUSELIUS, Department of Economics, University of Copenhagen; T. LUX, Department of Economics, University of Kiel & Kiel Institute for the World Economy; H. FÖLLER, Department of Mathematics, Humboldt University Berlin, Germany; M. GOLDBERG, Whittemore School of Business & Economics, University of New Hampshire, Durham, Usa; A. KIRMAN, GRECAM, Université d'Aix-Marseille III, EHESS et IUF, Marseille, France; B. SLOTH, Department of Business and Economics, University of Southern Denmark, Odense, Denmark.

Il testo è visibile in http://documentazione.altervista.org/testi/dahlem_report_econcrisis021809.pdf, nella versione inglese e nella traduzione in lingua italiana.

(83) Il riferimento è ai contributi di: A. LO-D.V. REPIN-N. STEENBARGER, *Fear and Greed in Financial Markets: A Clinical Study of Day-Traders*, *American Economic Review*, 2005, n. 95, 352-359, e J. M. COATES, J. HERBERT, *Endogenous steroids and financial risk taking on a London trading floor*, *Proceedings of the National Academy of Sciences*, 2008, 6167-6172.

(84) Così L. SPAVENTA, *La grande crisi del nuovo secolo*, in Aa. Vv., *Fare i conti con la crisi*, Bologna, 2010, 29, il quale, dopo aver dato atto che nella teoria della finanza si sono verificati progressi notevoli, quasi di natura ingegneristica, osserva che: "si tratta per lo più di raffinati metodi di valutazione del rischio e della redditività di prodotti finanziari complessi (per esempio, delle opzioni, con il diffusissimo metodo Black-Scholes), impiegati anche per sfruttare opportunità di arbitraggio nel caso di discrepanze tra valore di mercato e valore teorico. Gli strumenti ottenuti da una pur solida teoria dovrebbero tuttavia essere maneggiati con cautela nelle loro applicazioni pratiche: sovente si tratta di 'scatole nere', che producono risultati la cui robustezza dipende dalla qualità delle ipotesi circa le distribuzioni statistiche, e che comunque dovrebbero essere integrati dalla valutazione di altre variabili trascurate nelle formalizzazioni, quali i rischi di liquidità".

assunzione di indipendenza tra il tasso privo di rischio dei titoli pubblici e il premio a rischio sui titoli privati deve essere messa in discussione” (85).

6. *Conclusioni.* — Le considerazioni svolte inducono a condividere il principio fatto proprio dalla Suprema Corte circa la non sufficienza del *mark to market*, durante la vigenza del contratto, a supportare l'elemento del danno che, nella fattispecie della truffa contrattuale, deve essere definitivo e non meramente potenziale.

Il *mark to market*, in un mercato non quotato, è un valore teorico che possiede un'intrinseca dimensione probabilistica, desumibile dalla modellistica da cui promana, essendo costruito su "ipotesi di lavoro" arroccate su ulteriori ipotesi (vedasi, ad esempio, la nota formula di Black e Scholes con i menzionati limiti (86)). Nel determinare quella grandezza occorre attrarre, a giudizio della Cassazione, "anche l'*up front* erogato e l'utile per la banca" e procedere ad una "disamina *a posteriori*", quando il contratto abbia raggiunto la sua naturale scadenza, per comprendere se quel dato rappresenti o meno un vantaggio per l'ente contraente.

Ritenere, dunque, come assume la prospettiva accusatoria, che dalle condizioni economiche previste in un contratto derivato, strumento intrinsecamente aleatorio (87), sia possibile inferire, grazie all'impiego di sofisticati modelli stocastici, il *mark to market* e, ove questo abbia un segno negativo per uno dei contraenti, non compensato da un correlato *up to front*, affermare la sussistenza di un danno economico certo e definitivo, significa, di fatto, ipotizzare un nesso di causalità stringente tra i tassi di interesse convenuti (determinati dalla banca) ed il danno altrui e l'ingiusto profitto, rilevanti ai sensi dell'art. 640 c.p. Tuttavia, la dottrina più recente, a cui si è fatto brevemente cenno, ha messo bene in risalto il tema della debolezza intrinseca dei modelli e delle assunzioni, in un contesto, quale quello dei mercati finanziari, in cui sempre più risultano in crisi le aspettative razionali.

A differenza dei teoremi matematici, la realtà ci sfugge, non la conosciamo e, soprattutto, non siamo in grado di prevederla e, conseguentemente, di attualizzarla in termini scevri da opinabilità. La teoria statistica ed il calcolo stocastico (88), con

(85) R. MASERA, *Per una migliore vigilanza finanziaria in Europa*, in AA.Vv., *Fare i conti con la crisi*, cit., 48 ss.

(86) Di recente, un ulteriore approccio critico si coglie nel saggio di J.P. BOUCHAUD, *Economics needs a scientific revolution*, in *Nature*, 2008, vol. 455, p. 1181, richiamato da F. CECCONI, *Il ruolo delle assunzioni nei modelli dei mercati finanziari*, in *Sistemi intelligenti, Rivista quadrimestrale di scienze cognitive e di intelligenza artificiale*, 2009, n. 2, 247 ss.

(87) Con l'espressione contratto aleatorio, contrapposto a contratto commutativo, si indica una fattispecie contrattuale nella quale una parte assume una obbligazione essendo consapevole, sin dal momento della stipulazione del contratto, della possibilità di non ricevere alcunché a titolo di controprestazione, ovvero di ricevere una prestazione di valore sensibilmente inferiore a quella eseguita. Le sorti del contratto risultano vincolate al verificarsi di un evento rispetto al quale le parti sono prive di ogni potere di intervento e dinanzi al quale non possono invocare gli ordinari strumenti che l'ordinamento usualmente appresta a tutela dell'eventuale pregiudizio dei loro interessi. In argomento: V. FERRARI, *La ragionevole incertezza che regge il contratto aleatorio*, in *Foro it.*, 2011, n. 10, I, 2645, nota a Cass. civ., sez. II, sent. 19 luglio 2011, n. 15848; C. ROMEO, *Variazione del valore delle prestazioni ed alea normale del contratto*, nota a Cass., civ., sez. I, sent. 21 aprile 2011, n. 9263, in *Contratti*, 2011, n. 7, 705; E. M. PIERAZZI, *L'alea nei contratti*, in *Contratto e impresa*, 2011, n. 1, 251 ss., con ricca bibliografia; L. BALESTRA, *Il giuoco e la scommessa nella categoria dei contratti aleatori*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2011, n. 3, 665; Id., *Il contratto aleatorio e l'alea normale*, in *Le monografie di Contratto e impresa*, Padova, 2000.

(88) Per la storia della teoria della probabilità dal 1600 ai giorni nostri, si rinvia a M. C. GAVALOTTI, *Probabilità*, Milano, 2000, che ripercorre le principali tappe dell'evoluzione della teoria della probabilità (da Pascal e Fermat nel 1600, a Bernoulli, a Bayes, a Laplace nel 1700, a Quételet, Galton e Brown nel 1800, ai contributi nel 1900 di Albert Einstein, Max Planck, Werner Heisenberg, Niels Bohr, Richard Von Mises, Hans Reichenbach, Rudolf Carnap, John Maynard Keynes, Bruno de Finetti e degli epistemologi

i relativi limiti epistemici (89), non possono funzionare nel giudizio penale, perché quest'ultimo non tollera risultati probabilistici (90). Se la visione più corretta dell'epistemologia è quella pluralista, che rinvia alle esigenze dei diversi settori della scienza considerati, appare comprensibile l'osservazione, svolta da Suppes, che "è caratteristica dell'analisi giuridica, così come della fisica classica, di non essere soddisfatta da risultati probabilistici, indeterminati. Alla giuria non è permesso pronunciare una sentenza per la quale l'accusato ha commesso probabilmente il reato" (91). Gli enunciati processuali, ha scritto efficacemente Stella, che asseriscono l'esistenza del nesso causale, sulla base di regolarità a media o bassa frequenza, sono enunciati irrimediabilmente falsi e perciò fonti di decisioni ingiuste. È, infatti, impossibile asserire che un certo accadimento concreto si è verificato perché esiste una regolarità dell'1% o del 5% o del 10% o altre irregolarità medio basse: si tratta di una circostanza della quale non si saprà mai se è vera o falsa (92).

Harold Jeffreys e Patrick Suppes). Su tali argomenti, con ulteriori approfondimenti, cfr. dello stesso A., *Philosophical Introduction to Probability*, Stanford, 2005. Invero, lo strumento matematico usato da Black e Scholes, vale a dire il calcolo stocastico, il cui edificio fu costruito da Kihoshi Itô (1946), si avvale di un altro fruttuoso connubio tra economia e matematica: i complessi studi sulla teoria probabilistica, a cui aveva contribuito il fondamentale saggio, apparso nel 1900, di Louis Bachelier dal titolo "Théorie de la spéculation", in cui i fondamenti del moto browniano ed il suo utilizzo pratico sui dati di borsa vennero alla luce contemporaneamente. Teoria ripresa successivamente da Einstein (1905) e Wiener (1921).

(89) C. VILLANI, illustre matematico francese, vincitore della medaglia Fields nel 2010 e Direttore dell'Istituto Henri Poincaré a Parigi, ha affermato: "la menzogna si nasconde nel riduzionismo matematico: è così potente, che finiamo per credere che coincida con la verità. Al punto che, a volte, ci dimentichiamo che il mondo è molto più complesso dei nostri meravigliosi modelli, o dei nostri meravigliosi teoremi". L'intervista a cura di P. ODIFREDDI, agosto 2011, è visibile in <http://www.piergiorgiodifreddi.it/wp-content/uploads/2010/09/villani>.

F. STELLA, *Giustizia e modernità*, Milano, 2001, 320 ss., afferma che il merito di aver dimostrato che non possiamo essere sicuri di nessuna legge, ipotesi o teoria, va riconosciuto a Popper per il quale non c'è alcun metodo per accertare la verità di un'ipotesi scientifica, cioè nessun metodo di verifica, se per verifica di una teoria intendiamo un procedimento che accerti la sua verità. Una teoria, che fino ad oggi ha ottenuto conferma, può venire smentita dal prossimo controllo. Nella scienza nulla vi è di certo, né le proposizioni universali, né gli asserti singolari. Non solo non c'è un metodo per dimostrare la verità di una teoria, ma non c'è neppure alcun metodo per accertare se un'ipotesi è "probabile" o probabilmente vera, o confermata (K. POPPER, *The Logic of Scientific Discovery*, 1934, trad.it., *Logica della scoperta scientifica*, Torino, 1970). Il mito della verità scientifica come verità certa è, afferma Popper, esattamente un mito, cioè una falsa storia: la storia vera della scienza è la storia tortuosa e complessa di errori commessi: commessi per risolvere i problemi e poi eliminati, eliminati da teorie e tentativi migliori dei precedenti, ma peggiori — congetturalmente — dei successivi. La storia della scienza è un cimitero di teorie errate (K. POPPER, *Objective Knowledge. An Evolutionary Approach*, Oxford, 1972, trad.it., *Conoscenza oggettiva*, Appendice, Roma, 1975, 468 ss.; vedasi anche D. ANTISERI, *Trattato di metodologia delle scienze sociali*, Torino, 1996, 162).

(90) Così F. STELLA, *Il contesto nella spiegazione causale: il processo penale*, in AA.VV., *Scienza e causalità*, (a cura di) C. DE MAGLIE e S. SEMINARA, Padova, 2006, 30, che aggiunge (p. 33) che "chi si ostinasse a ritenere che l'unica genuina concezione causale, valida per tutti i settori della scienza e quindi anche per il diritto penale, è la concezione probabilistica, non potrebbe in nessun modo aggirare l'ostacolo rappresentato dalle considerazioni relative al contesto". Dello stesso A.: *Verità, scienza e giustizia: le frequenze medio-basse nella successione di eventi*, in questa *Rivista*, 2002, 1215 e ss.; *Causalità e probabilità: il giudice corpuscolariano*, in questa *Rivista*, 2005, 60 e ss. Sui rapporti tra causalità scientifica e *conditio sine qua non*, cfr. anche O. DI GIOVINE, *Lo statuto epistemologico della causalità penale tra cause sufficienti e condizioni necessarie*, in questa *Rivista*, 2002, 635 ss.; *Id.*, *Probabilità statistica e probabilità logica nell'accertamento del nesso di causalità*, in *Cass. pen.*, 2008, n. 5, 2151 ss.; da una diversa prospettiva A. PAGLIARO, *Causalità e diritto penale*, in *Cass. pen.*, 2005, n. 3, 1037 ss.

(91) P. SUPPES, *A Probabilistic Theory of Causality*, Amsterdam, 1970, 8. Sul fatto che il concetto di causa sia assoluto, ossia che implichi una connessione certa e non probabile tra eventi, vedasi anche: E. AGAZZI, *La spiegazione causale di eventi individuali (o singoli)*, in questa *Rivista*, 1999, 393 e ss.; F. STELLA, *Il giudice corpuscolariano. La cultura delle prove*, Milano, 2005, 19 ss., 144 e ss.; M. TARUFFO, *La prova del nesso causale*, in AA.VV., *Scienza e causalità*, cit., 80 ss.

(92) F. STELLA, *Verità, scienza e giustizia: le frequenze medio-basse nella successione di eventi*, cit., 1235. Significativi spunti critici nei confronti dell'orientamento espresso dalle Sezioni Unite del 10 luglio 2002, n. 30328, Franzese, sono espressi dallo stesso A., *Etica e razionalità del processo penale nella recente sentenza sulla causalità delle sezioni unite della Suprema Corte di cassazione*, in questa *Rivista*, 2002, 767

Ma, si è anche sottolineato che perfino una elevata probabilità statistica, interpretata come sintomo di una dipendenza causale, non garantisce la spiegazione causale dell'evento singolo (93). Da ciò la condivisibile conclusione che la collocazione elettiva delle leggi probabilistiche è nei processi civili piuttosto che in quelli penali (94). E tanto vale, a maggior ragione, ove l'erraticità dei mercati finanziari, la complessità, la varietà dei fattori da considerare e soprattutto il caso (95), rendono assolutamente opinabile ogni previsione di probabilità.

GIORGIO MANTOVANO
Dottore commercialista

ss. La pronuncia è commentata anche da: A. DI MARTINO, *Il nesso causale attivato da condotte omissive tra probabilità, certezza e accertamento*, in *Dir. pen. proc.*, 2003, 50; O. DI GIOVINE, *La causalità omissiva in campo medico-chirurgico*, in *Foro it.*, 2002, II, 601; R. BLAIOTTA, *Con una storica sentenza le S.U. abbandonano l'irrealistico modello nomologico deduttivo di spiegazione causale di eventi singoli*, in *Cass. pen.*, 2003, 1176; P. GARBOLINO, *Dall'effetto probabile alla causa probabile. La valutazione del nesso causale*, in *Cass. pen.*, 2004, 298; M. BONA, *Il nesso di causa nella responsabilità civile a confronto con il decalogo delle S.U. penali sulla causalità omissiva*, in *Riv. dir. civ.*, 2003, 361.

(93) E. AGAZZI, *La spiegazione causale di eventi individuali (o singoli)*, cit., 402 ss.

(94) V. FROSINI, *Il ruolo della statistica nel processo penale e nel processo civile*, in *AA.VV., Scienza e causalità*, cit., 59 ss. Sul punto annota F. STELLA, *Verità, scienza e giustizia: le frequenze medio-basse nella successione di eventi*, cit., 1234 ss.: "Sotto i profili considerati sono ben note le distanze che separano il processo penale dal processo civile. In quest'ultimo tipo di processo, il giudice non nasconde, ma dichiara — o dovrebbe dichiarare — pubblicamente che l'illecito lamentato dall'attore si è più probabilmente verificato che no (preponderanza dell'evidenza) se è più probabile che no che il danno dell'attore sia conseguenza del comportamento del convenuto; ma perfino la decisione del giudice civile — per essere "vera" e quindi "giusta" nel senso civilistico — non può basarsi su una probabilità frequentistica medio-bassa: l'ipotesi del "più probabile che no" deve essere provvista di un grado di conferma superiore al 50% (ed in ciò sta la differenza con la regola di giudizio, molto più stringente, del processo penale: la conferma dell'ipotesi deve essere molto superiore al 50%, tale da raggiungere la soglia dell'oltre il ragionevole dubbio)". In argomento, cfr. anche M. TARUFFO, *La prova dei fatti giuridici*, Milano, 1992.

(95) Si rinvia all'interessante saggio di N.N. TALEB, *Il cigno nero*, Milano, 2007, per il quale negli esseri umani vi è una tendenza radicata a sottovalutare gli eventi isolati, ossia i Cigni neri. E più è remota la probabilità, maggiore, afferma l'A., è l'arroganza epistemica. Nelle previsioni che non incorporano un tasso di errore si scoprono tre fallacie, osserva Taleb (p. 176), che nascono tutte dallo stesso malinteso sulla natura dell'incertezza. Il primo errore consiste nel prendere troppo sul serio una proiezione senza fare attenzione alla sua accuratezza. La seconda fallacia consiste nel non prendere in considerazione la degradazione della previsione con l'allungarsi del periodo preso in esame. La terza, ritenuta la più preoccupante, concerne il carattere casuale delle variabili che vengono previste. Anche se siete d'accordo con una certa previsione, occorre considerare la reale possibilità di una notevole divergenza da essa. Non vi è, chiosa l'A. (p. 169), alcuna prova convincente del fatto che la comunità degli economisti abbia la capacità di prevedere e che, se anche l'avesse, le sue previsioni sarebbero solo leggermente migliori di quelle casuali, quindi non abbastanza accurate da fornire un aiuto nei processi decisionali.