



Tribunale Ordinario di Siena

IL TRIBUNALE

riunito in camera di consiglio in persona dei magistrati

Dott. Stefano BENINI Presidente

Dott. Francesco BAGNAI Giudice

Dott. Pierandrea VALCHERA Giudice

costituito ai sensi e per gli effetti di cui all'art. 322-*bis* c.p.p., a scioglimento della riserva di cui all'udienza in camera di consiglio in data 8.7.2013, ha pronunciato la seguente

ORDINANZA

sull'appello proposto dal P.M. presso la Procura della Repubblica di Siena in data 6.5.2013, avverso l'ordinanza 26.4.2013 di mancata convalida del sequestro preventivo di urgenza del P.M., adottato il 15.4.2013; esaminati gli atti, udite le conclusioni del P.M. e della Difesa;

OSSERVA

1. Premessa

Nel corso delle indagini della Procura della Repubblica presso il Tribunale di Siena riguardo a una serie di complesse operazioni finanziarie poste in essere dalla Banca M (M) nel 2009 con la Banca londinese N , il reperimento, in data 10.10.2012, nei locali dello stesso M , di un *Mandate agreement* datato 31.7.2009, intercorso tra i vertici dei due istituti, rivelava il collegamento della complessiva costruzione negoziale avviata nello stesso anno con oggetto BTP a scadenza 2034, e la ristrutturazione delle *notes* emesse dal veicolo Alexandria, acquistate dal M nel 2005 e drasticamente deprezzate nel corso del tempo. Si ipotizza che l'acquisto dei BTP 2034, realizzato mediante un groviglio di operazioni e strumenti derivati, tra loro collegati, fosse finalizzato a spalmare nel tempo le passività di Alexandria, e a camuffare tali perdite nelle pieghe di bilancio.

Il P.M. ha desunto dalla straordinaria onerosità della complessiva operazione del 2009 gli estremi della condotta usuraria (ipotesi di usura reale *ex art. 644, terzo comma, c.p.*) a danno di M , che i vertici dello

stesso istituto (M G , Presidente, V A , Direttore generale, B G L , Direttore dell'Area Finanza) avrebbero perpetrato in concorso con soggetti legati a N (S S , amministratore delegato e R R , funzionario responsabile per le vendite per Europa e Medio Oriente), o in subordine di truffa ai danni dell'istituto (art. 640 c.p., con induzione in errore delle funzioni interne di M).

Il sequestro preventivo di urgenza del P.M., adottato il 15.4.2013, non è stato convalidato dal gip, e avverso l'ordinanza 26.4.2013, la Procura ha proposto appello.

La camera di consiglio è stata fissata per l'8.7.2013, essendo stato necessario procedere ai sensi dell'art. 169 c.p.p., a invitare le parti (R e N) residenti all'estero, che non avessero già provveduto all'elezione di domicilio sul territorio dello Stato, a provvedervi. Il che avveniva ad opera di N , presso il difensore di fiducia già nominato, mentre per R non interveniva nel termine di gg. 30, onde la notificazione dell'avviso di fissazione veniva effettuata presso il difensore di fiducia.

Va ribadito, a proposito della partecipazione alla Camera di consiglio (in cui sono comparsi i difensori di tutte le parti), che all'appello *ex art. 322-bis c.p.p.* contro le ordinanze in materia di sequestro preventivo si applicano le disposizioni dell'art. 310 c.p.p., per il quale il procedimento si svolge nelle forme previste dall'art. 127 c.p.p., senza le precisazioni, riguardanti solo il procedimento di riesame, dell'art. 324, comma sesto, c.p.p. sulle persone destinatarie dell'avviso di udienza, che deve perciò essere notificato anche ai soggetti controinteressati (Cass. 4.4.1997, n. 1573): l'interesse che legittima il soggetto al procedimento, pur non essendo in relazione qualificata con l'oggetto del sequestro, va ravvisato ogni qual volta venga in discussione la natura del reato o la qualificazione giuridica del fatto o comunque sia configurabile un'influenza sul procedimento penale (Cass. 20.4.2005, n. 21724), per il fatto che i provvedimenti cautelari influenzano comunque il corso del procedimento penale (Cass. 28/09/1992, n. 3366) e dunque anche per il solo fatto di essere indagato in concorso (Cass. 6.3.1996, n. 1052). Onde si è dato avviso della camera di consiglio anche alle parti non direttamente interessate dal sequestro: d'altro canto i difensori di M , V , B , pur presenti, non hanno partecipato alla discussione.

L'impugnazione va rigettata, mancando, nella prospettiva del contestato delitto di usura, sia l'oggettiva evidenza di una sproporzione delle

prestazioni corrispettive delle parti, sia la riferibilità ad operazioni simili nella verifica della sproporzione. Nella prospettiva dell'imputazione alternativa di cui all'art. 640 c.p., non è riconoscibile l'induzione in errore, o comunque la sua efficacia causale sul danno lamentato. Le considerazioni che ora si svolgeranno appaiono dirimenti in ordine all'infondatezza della pretesa cautelare del P.M. ed assorbono ogni questione relativa alla sequestrabilità (*ergo* confiscabilità) dei beni alla persona giuridica, che la difesa di N ha sollevato.

2. L'operazione sui BTP 2034

Ripercorrendo i punti salienti della vicenda, si rammenta che al fine di ristrutturare le *Alexandria notes*, caratterizzate da consistenti passività, M acquista da N , fuori mercato (OTC), in un arco di tempo dal 4.8 al 18.9.2009, una enorme quantità di BTP con scadenza 2034 (detti BTP-14AG34), ad un prezzo medio di E. 100,18, per un importo complessivo di 3,05 miliardi di euro.

Contemporaneamente M , nell'intento di coprirsi dal rischio di tasso – a lungo andare il mercato potrebbe fornire investimenti con tassi migliori rispetto alle cedole trimestrali del 5% riconosciute a tali emissioni – stipula con N , in coincidenza con l'acquisizione delle varie *tranches* di BTP e con scadenza identica, 40 contratti di *asset swap* (in generale, operazioni di scambio di pagamenti futuri, che combinano l'acquisto di un titolo obbligazionario con la copertura del relativo rischio di tasso tramite un contratto derivato di *Interest rate swap-IRS*), mediante i quali è attribuito a N il rendimento fisso dei titoli statali e a M il tasso variabile agganciato all'Euribor (che com'è noto indica il tasso di interesse medio delle transazioni finanziarie in euro tra le principali banche europee).

Più in particolare:

- M attribuisce a N le cedole trimestrali al 5% annuo su 3,05 miliardi (in pratica le riscuote e ne gira l'importo a N);
- N paga a M il tasso variabile pari all'Euribor 3M, maggiorato di uno spread pari a 98,3 bps.

E' appena il caso di esemplificare che l'operazione si volge a favore dell'una o l'altra banca, a seconda se l'Euribor si innalzi sopra o sotto il 4,017%. Nel caso specifico si è verificata questa seconda ipotesi, con risultati di corrispondente perdita-vantaggio tra M e N , per il tendenziale ridimensionamento dei tassi negli ultimi anni.

La valutazione comparativa delle contrapposte prestazioni contrattuali, compiuta dalle parti al momento della stipulazione, ha comportato la necessità di un riequilibrio tra le stesse, mediante il pagamento, da parte di M, di un *up front* netto di 39,5 milioni di euro a favore di N il 28.9.2009.

3. Il finanziamento per l'acquisto

In base ad un diverso accordo (*Long term repurchase transaction*), sottoscritto il 9-12.10.2009, che riproduce lo schema di un pronti contro termine (c.d. *Repo*, o *Long term repo*), M cede a N gli stessi BTP dell'*asset swap*, a fronte del pagamento di importo quasi identico a quello della precedente operazione, con impegno di N di pagare i flussi cedolari (5%) degli stessi titoli e con l'impegno di M di riacquistarli alla scadenza a valore nominale.

Nel caso di risoluzione anticipata (*early termination*) per una causa riguardante la Repubblica italiana (*default*), l'ammontare da liquidare a fronte dei pagamenti ancora dovuti sarebbe determinato da N tenuto conto delle quotazioni di mercato, e N restituirebbe un titolo qualsiasi emesso dalla Repubblica Italiana, anche diverso dal BTP 2034.

Evidentemente alla scadenza dei titoli, il rimborso che lo Stato italiano, emittente, corrisponderà a M, che alla scadenza sarà tenuto a riacquistare i titoli, sarà girato a N, la quale restituirà i BTP avuti in garanzia (o altri titoli italiani). Si tratta comunque in gran parte di operazioni regolate secondo un sistema di compensazione (*netting*).

Le condizioni del finanziamento sono così sintentezzabili:

- interesse a carico di M al tasso Euribor 3M maggiorato di uno *spread* di 59 bps;
- consegna dei titoli in garanzia a N (si tratta in realtà di una vera e propria cessione);
- costituzione, a garanzia del finanziamento, di un pegno di denaro di M presso N (*overcollateralisation*), pari al 15% dell'importo corrisposto (ovvero 457 milioni in quel momento), remunerato da N al tasso Eonia (che costituisce la media ponderata di tutte le operazioni di prestito *overnight*, cioè della durata di un giorno, effettuate dalle stesse banche primarie che contribuiscono alla determinazione del tasso Euribor);
- concessione di una linea di credito (*repo facility*) a favore di N su un importo massimo di 3,05 miliardi dietro commissione di 5 bps

annui: ove la linea di credito venga attivata (e lo è stato nel corso del tempo), con remunerazione di N_1 a Euribor *flat*, è previsto un meccanismo di marginazione, ovvero un deposito inverso, di N_1 presso M_1 pari al 105% dell'importo, di cui il 100% con titoli di Stato e il 5% in denaro contante. La *repo facility* è stata prorogata al 1.9.2045, con un compenso di 450 mila euro da N_1 a M_1 ;

- infine, M_1 si impegna alla costituzione di un deposito giornaliero in denaro contante (*cash collateralisation*) a fronte di tutti i pagamenti che M_1 dovrà corrispondere durante il contratto di finanziamento, al netto di quanto eventualmente spettantegli come rendimento *facility*: ad esempio, vi confluiscono i differenziali dell'*asset swap*, che sono stati finora a vantaggio di N_1 , il margine pari alla differenza tra l'importo da rimborsare e il valore corrente dei titoli di riacquisto a termine (*transaction exposure*); l'importo legato ai costi di sostituzione che N_1 dovrebbe sopportare in caso di chiusura anticipata dell'operazione (costo tecnico di rimpiazzo dei titoli); il valore attuale degli *spread* che M_1 versa fino alla scadenza dell'operazione (capitalizzazione degli interessi futuri).

4. La sostanza dell'operazione

L'operazione nel suo complesso è definita dalla Banca d'Italia come posizione *short* di un CDS (*credit default swap*) sintetico (definibile come contratto in cui il *protection buyer* a fronte di pagamenti periodici effettuati a favore del *protection seller*, si protegge dal rischio di credito associato al sottostante, cioè ai titoli di Stato) in cui M_1 vende protezione sul rischio Italia a N_1 su un nozionale di 3,05 miliardi di euro, dietro corresponsione di un premio annuale di 44 bps.

Il flusso cedolare del 5%, che M_1 deve a N_1 in attuazione dell'*asset swap*, e che N_1 deve a M_1 in attuazione del *Repo*, si elidono. Così come si elide, in pratica, l'obbligo di consegna (e quindi i titoli sono nella disponibilità di N_1 che li ha acquistati all'inizio).

Riducendo l'operazione BTP ai minimi termini, N_1 , attraverso i pagamenti di M_1 si protegge dal rischio connesso all'attività sottostante (in BPT 2034), con un premio annuale, risultante dalla somma algebrica dei flussi di cassa rivenienti dall'operazione in esame: $98+5-59=44$ bps.

M_1 in sintesi acquista i titoli utilizzando il *Repo* e dando in garanzia i titoli, copre il rischio di tasso mediante l'*asset swap*, rimane esposta al

rischio dell'emittente Stato italiano, in sostanza replicando la posizione di un soggetto che vende un CDS a N sulla medesima attività sottostante. Il CDS viene idefinito sintetico perché non vi è materialmente passaggio di titoli di Stato e/o di denaro, tutto avviene in maniera virtuale mediante compensazioni.

E' il caso di porre in chiaro fin da subito una premessa, che in un'operazione di ingente rilevanza economica, pari a 3,05 miliardi nominali, dilazionata in un arco di tempo venticinquennale, la previsione di depositi a garanzia del soggetto che ha reso possibile l'operazione attraverso il finanziamento, sia clausola normale nella prassi e anzi raccomandata dalle più accreditate organizzazioni internazionali che presiedono alla codificazione delle prassi contrattuali e delle regole di *best practice* (ICMA – ISDA – SIFMA): l'*overcollateralization* iniziale e gli obblighi continuativi di marginazione sono da intendere, nella loro astratta previsione contrattuale, modalità di esecuzione del rapporto rientranti nella normalità di un obiettivo bilanciamento degli interessi.

L'anomalia dell'operazione è connessa alla durata, ma trova la sua giustificazione nell'esigenza di generare abbastanza flussi per recuperare la perdita iniziale da coprire.

Si tratta di un'operazione talmente complicata e di estesa esecuzione, da richiedere una serie di garanzie e controgaranzie: all'inizio del rapporto M non ha tirato fuori nulla, è N che si è fatta integralmente carico del finanziamento dell'operazione. Da parte sua, il M ha assunto obblighi di garanzia che, mercé l'aggravarsi dell'andamento delle quotazioni del debito sovrano Italia, hanno comportato esborsi finanziari via via sempre più consistenti.

E ancora: indipendentemente dalle modalità con cui l'operazione è stata rappresentata in bilancio, in tutte le sue componenti, e a prescindere dagli scopi poco commendevoli che secondo l'ipotesi degli inquirenti gli autori del collegamento negoziale abbiano avuto come obiettivo, è necessario scontare un dato di fondo. Che l'operazione doveva pur avere un costo. Il superamento delle passività determinate dalle *notes* Alexandria, attraverso la sostituzione con derivati più sicuri, si è risolto in un beneficio per la banca. La stessa colossale operazione dei BTP 2034 non è altro che un sistema per sostituire a tale perdita un onere, certamente maggiore in termini quantitativi (proprio perché occorreva pagare un costo), ma con il vantaggio della dilazione nel tempo.

Come riflessione metodologica finale, sembra potersi affermare che il collegamento tra la ristrutturazione di Alexandria e l'acquisto dei BTP 2034, enfatizzato dal P.M. a seguito del clamoroso ritrovamento del *Mandate agreement* nella cassaforte di uno degli indiziati, per colorare l'illiceità dell'operazione complessiva, sembra in realtà, al di là del significato che potrà assumere la circostanza alla stregua di altre ipotesi criminose che appaiono estranee all'attuale fase cautelare, la giusta chiave per interpretare il significato economico della rovinosa dissipazione operata, secondo l'inquirente, sul patrimonio di M . Tale collegamento, peraltro, è già chiaro nella valutazione della Banca d'Italia (verbale di ispezione mirata di Banca d'Italia-Ispettorato Vigilanza, dal 27.9.2011 al 9.3.2012), anteriormente al reperimento del *Mandate*.

Il confronto tra le prestazioni a carico di M rispetto a quelle di N non può essere effettuato con esclusivo riferimento alle pattuizioni sui BTP, ma va tenuto ben presente che la banca londinese, attraverso dette operazioni, si accollava il costo di costituzione e di ristrutturazione delle *notes* Alexandria.

L'interrogativo fondamentale che sta alla base delle valutazioni necessarie circa il *fumus* che deve rinvenirsi nell'ipotesi cautelare, è se il prezzo pagato da M , a seconda che si ipotizzi l'usura o la truffa, rappresenti una sproporzione o un danno.

5. La valutazione economica

Si evidenzia da parte del P.M. la mancanza di economicità della posizione assunta. Un CDS in quell'epoca, e con la minore durata di anni 5, assicurava la ben più ampia remunerazione di 74,4 bps.

Nella valutazione della Banca d'Italia (verbale di ispezione mirata di Banca d'Italia-Ispettorato Vigilanza, dal 27.9.2011 al 9.3.2012, relativa al processo di determinazione degli attivi a rischio e *follow up* sui rischi finanziari), con particolare riferimento agli impatti economici, l'operazione BTP 2034 presenta, alla data del perfezionamento, un *fair value* negativo di 183,5 milioni di euro, a riprova della "discutibile economicità della struttura" (§ 2.4, foliaro depositi, 7794 in vol. 16).

Il CDO squared delle *notes* Alexandria è stato trasformato, il 23.9.2009, in una *Credit link note* (CLN) emessa dal veicolo Aphex: dal confronto tra la valorizzazione compiuta dal *Risk management* della banca a fini gestionali e non contabili, della nota immediatamente prima della ristrutturazione (248,2 milioni) e quello al 31.12.2009 (356,3 milioni), emergerebbe un

incremento di valore di 108 milioni (verbale Banca d'Italia, cit., § 2.5, foliaro 7795).

La comparazione tra il *fair value* della struttura BTP 2034 e l'utile conseguito da M per la sostituzione di Alexandria, evidenzerebbero dunque, alla data del perfezionamento delle due operazioni, una perdita, con corrispondente utile N , di 75.5 milioni di euro.

In più, essendosi verificati nel corso del rapporto significativi decrementi del corso dei titoli di Stato, l'obbligo di marginazione ha comportato importi depositati di 575 milioni, cresciuti a 2,2 miliardi nel novembre 2011, per raggiungere al 5.4.2013 l'importo di euro 1.866.314.150,79.

Si tratta di una somma che, come detto, è depositata a garanzia dell'operazione, in modo da porre N in grado di contare sulla restituzione del finanziamento, per tutta la durata del rapporto, in caso di *default* dell'emittente.

La perdita evidenziata dal P.M. è confluita nella riserva negativa di patrimonio AFS, il cui valore complessivo, relativamente alla posizione complessiva di M sui titoli di Stato, per il 36% è attribuibile a BTP 2034, che registra una minusvalenza di 1,4 miliardi al 31.12.2011 (ivi ricomprendendo il *fair value* negativo dell'IRS di copertura per oltre settecento milioni), mentre l'investimento residuale in BTP, per 23 miliardi, ha una svalutazione di 2,4 miliardi.

Secondo l'attuale *management* di M , che ha assunto l'iniziativa di un'azione risarcitoria nei confronti di taluni degli attuali indagati, dal complesso delle operazioni ora sintetizzate, emergerebbe uno squilibrio iniziale (28.9.2009) che evidenzia un *fair value* negativo di 308 milioni (come ricalcolato al 24.1.2013), con un danno emergente per M pari ai costi e alle commissioni occulte riconosciute a N , quantificabile allo stato in almeno 88 milioni di euro (308-220).

N ha anche il vantaggio, in caso di risoluzione anticipata del rapporto, di poter restituire un titoli qualsiasi emesso dallo Stato italiano, anche diverso dal BTP 2034 (*cheapest to deliver option*).

Per effetto del *Mandate* inoltre, ridondano svantaggi in prospettiva di *periculum* in relazione ai pressanti obblighi di marginazione, con deposito *cash* a favore di N di imponenti somme a garanzia. Il versamento di questi collaterali ha generato per M consistenti assorbimenti di liquidità, pari (nel 2011) a 2,1 miliardi, a fronte di un nozionale di 3,05 miliardi. La *facility* rappresenta poi per N una fonte di provvista a lungo termine, remunerata a Euribor *flat* (cioè senza *spread*). In realtà è comunque

riconosciuta a M una commissione di 5 bps annui, indipendentemente dall'attivazione della linea di credito.

6. La ristrutturazione di Alexandria

L'analisi del *Mandate Agreement* permette di individuare, a parere dell'inquirente, le finalità perverse ed occulte della negoziazione N , il cui scopo sarebbe di ripianare la perdita su un investimento (quello Alexandria) facendola sparire attraverso nuove operazioni.

Il collegamento tra le operazioni evidenzia un *fair value* negativo di 308 milioni (limitatamente al *Long Term Repo*) calcolato, come detto, da M in funzione dell'azione civile (atto di citazione depositato il 1.3.2013) intrapresa contro la vecchia dirigenza della banca, responsabile di tali operazioni.

Di per sé il complesso negoziale polarizzato sull'acquisto dei BTP 2034 venne presentata come ordinario *carry trade* (in una strategia di investimento che consiste nel prendere a prestito il denaro per investirlo in strumenti finanziari aventi rendimenti più elevati del relativo costo di finanziamento) su titoli di Stato nel contesto di asserite strategie di investimento del portafoglio strategico.

Il *Mandate agreement* viene interpretato dal P.M. alla luce della *Conference call* del 7.7.2009 in cui massimi esponenti delle due banche sintetizzano i termini dell'accordo, allo scopo palese (secondo il P.M.) perseguito da S , amministratore delegato di N , di sottolineare la trasparenza dell'operazione, la consapevolezza della controparte sui termini dell'operazione e sulla necessità di sottoporla al revisore dei conti (K).

La scoperta del *Mandate agreement* (in cui la correlazione tra le operazioni è chiaramente spiegata al par. 6 lett. B3) rende chiaro che la ristrutturazione di Alexandria avviene senza il pagamento diretto di commissioni da parte di M , bensì attraverso un rimborso ottenuto attraverso la combinazione delle operazioni che ruotano intorno all'acquisto dei BTP 2034.

La ristrutturazione di Alexandria avviene tramite un *asset exchange*, con sostituzione delle Madison notes, del valore nominale di 400 milioni, con 400 milioni nominali di *credit linked notes* emesse dal veicolo Aphex: l'operazione, come si desume dal *Mandate Agreement* del luglio 2009, è subordinata alla definizione di *settlement value* a favore di N , costituente il corrispettivo dell'operazione. Tale SV è erogato non in

contanti ma attraverso la realizzazione di un complesso di operazioni che si risolvono in un valore finanziario positivo per N (VPN), che rappresenterebbe la commissione implicita in un contratto *non par*. Lo stesso *Mandate* chiarisce che il VPN deve essere almeno pari al SV. In un momento successivo, il 22.9.2009, le parti fissano SV in 220 milioni.

La voce SV ha la funzione di compensare le perdite cui soggiace N per la sostituzione delle *notes*. Esso però non coinciderebbe con il costo di sostituzione (CS) effettivamente sostenuto, pari alla differenza tra il valore di *notes* Aphex e di *notes* Madison, anzi, presumibilmente secondo il P.M., è superiore.

Il provento totale per N sarebbe quindi non $VPN - SV$, ma $VPN - CS$. A sua volta tale compenso corrisponderebbe alla somma dei differenziali $SV - CS$ e $VPN - SV$.

CS è stato calcolato con la differenza tra il valore Aphex all'epoca (400, pari al nominale) e il valore Madison (nominale di 400, ma deprezzato a 180, dato, quest'ultimo, ottenuto dalla differenza di $400 - 220$ previsto come SV dalle parti); non sarebbe da escludere che sia stato maggiore.

Riguardo al VPN, si avrebbe solo una stima prudenziale e parziale di 308 milioni, che considera solo il LTR e non il complesso di tutti gli strumenti finanziari, inclusi l'*asset swap* e la *facility*, e altre clausole contrattuali: deposito di garanzia a carico M al 15% a fronte di quello al 5% a carico N; valore degli spread su Euribor 3M; favorevoli costi di sostituzione cui è tenuta N in caso di chiusura anticipata; bassa remunerazione, a tasso Eonia (mediamente più basso dell'Euribor 3M di 49 bps), del deposito di garanzia cui è tenuto M fino alla fine dell'operazione. Il valore conduce a un differenziale $VPN - SV$ ($308 - 220$), cioè 88 milioni, che corrisponderebbero alle commissioni occulte.

L'attuale *management* M ha poi quantificato in 111 milioni il danno subito per raccogliere la provvista necessaria a soddisfare gli obblighi di marginazione, al netto degli interessi Eonia.

7. Gli artifici contabili

Le finalità del collegamento tra la complessa operazione BTP e la ristrutturazione di Alexandria sono ispirate, nell'ipotesi accusatoria, dall'intento di operare una cosmesi bilanciistica, che eviti l'evidenza di una grave perdita gestionale, comunque dilazionata nel tempo, assicurando ai vertici M il mantenimento dei vantaggi e delle posizioni di privilegio fino ad allora godute. In effetti, nell'aprile 2009 M fu rieletto

Presidente per ulteriore triennio. Occorreva inoltre rappresentare bilanci in salute per distribuire dividendi agli azionisti, pagare cedole agli obbligazionisti, in particolare quelli del *fresh* (emessi ai fini dell'aumento di capitale nel quadro dell'acquisto di A), fra i quali figurava la Fondazione M , azionista storico di controllo, per garantirsi *bonus* e preservare la posizione di potere e prestigio in seno a M . Evidentemente l'emersione di perdite sulle *notes* Alexandria avrebbe posto M e V in posizione problematica.

Gli artifici contabili posti in essere, rilevati dalla Banca d'Italia (nel verbale di ispezione dal 27.9.11 al 9.3.2012), sono così sintetizzabili, nel bilancio 2011:

- i BTP sono iscritti nel portafoglio *Available for sale* (AFS);
- le variazioni di *fair value* dei BTP sono rilevate in una riserva di patrimonio, con rilevazione di una riserva negativa di 1.428,4 milioni, di cui 724 quale perdita di valore BTP e 703 saldo negativo della copertura di rischio;
- il *fair value* negativo degli IRS di copertura è iscritto alla voce 60 del passivo, per 703 milioni;
- il *cash collateral* è iscritto tra i crediti verso le banche, per un importo di 798 milioni;
- la collateralizzazione del *Repo* è pure iscritta tra i crediti verso le banche per l'importo di 1.304 milioni;
- la linea di credito *facility* è stata utilizzata da N fino a 1.750 milioni, con un margine disponibile di 1.300 milioni.

Secondo i principi contabili internazionali, la sostanza dovrebbe prevalere sulla forma, e secondo Banca d'Italia l'operazione, che si sostanzia in un CDS, derivato creditizio, doveva essere iscritta nel portafoglio attività finanziarie di negoziazione, con rilevazione delle variazioni di *fair value* nel conto economico. M ha invece contabilizzato le diverse componenti in voci separate allocandole in portafogli diversi.

Se anche possa ipotizzarsi che le perdite sul *fair value* potessero transitare e riserva negativa del patrimonio, questa valutazione non rispettava la reale valorizzazione dei titoli in portafoglio. Si doveva rilevare a bilancio una perdita netta di 220 milioni correlata alla svalutazione di Alexandria, che avrebbe portato a modificare in modo radicale il risultato di esercizio, il quale, al lordo degli effetti economici prodotti dall'operazione, sarebbe stato negativo di 103 milioni sull'individuale e per 48 milioni sul consolidato.

In particolare, i BTP vennero iscritti nel costo di acquisto del portafoglio AFS, con valuta pari alla data del rendimento dei conti. Lo scambio tra cedola e interessi variabili previsto in attuazione di *asset swap* è stato trattato come strumento di copertura della posizione in titolo sottostanti, le variazioni di *fair value* e quelle dello strumento di copertura, imputate alla riserva AFS. Il *Long term repo* era iscritto a passivo per il valore nominale, senza tener conto che non si tratta di un *Repo* standard a condizioni di mercato, ma incorpora una componente finanziaria per N (negativa per M) tale da compensare il costo di sostituzione sostenuto da N in relazione all'*asset exchange* sul titolo Alexandria. Conseguentemente l'iscrizione del corrispettivo nominalmente ricevuto in relazione al LTR non equivaleva all'iscrizione dell'operazione al suo *fair value* in quanto il corrispettivo ricevuto da M sottostimava il valore finanziario delle obbligazioni insorte a carico di M (cioè il *fair value* della passività).

8. Gli elementi rilevanti del procedimento cautelare

L'*iter* processuale consentirà di verificare l'ipotesi accusatoria relativamente ai reati (artt. 2622 e 2638 c.c.) che gli artifici contabili e il celamento del *Mandate* rendono astrattamente configurabili.

In questa sede cautelare la cognizione del giudice non può che essere limitata ad una valutazione astratta in ordine alla plausibilità della contestazione dei delitti di usura e truffa, in connessione alla quale il P.M. ha ritenuto di ordinare d'urgenza il sequestro preventivo a fini impeditivi e di confisca per equivalente sia nei confronti di N, che a fini di confisca per equivalente nei confronti dei vertici M (M, V, B) responsabili dell'operazione.

Non avendo il gip convalidato la misura, la Procura ha proposto appello, escludendo tuttavia dal *devolutum* i cespiti immobiliari e le liquidità degli indagati M, V, B. Più in particolare, l'adozione della misura cautelare cui questo Tribunale dell'impugnazione è chiamato ad adottare, riguarda le utilità che N illegittimamente avrebbe ricavato (e continuerebbe a ricavare) dalla contrattazione, oltre che le fonti di produzione di tali sproporzionati vantaggi.

In via sistematica, l'oggetto del sequestro operato in via d'urgenza dal P.M., e che questo Tribunale dovrebbe disporre in caso di accoglimento dell'appello avverso l'ordinanza gip di mancata convalida, assumerebbe la doppia *facies* dell'utilità finora prodotta, statica e dinamica: la prima,

evidentemente corrispondente alle perdite ormai cristallizzate, comporterebbe il vincolo su importi per equivalente, pari a 88 milioni, per compenso indebito dell'operazione di ristrutturazione, nonché sulla somma che alla data del sequestro risulterà dovuta a titolo di marginazione (euro 1.866.314.150,79 il 5.4.2013), che il P.M. evidentemente considera già come perdita consolidata; la seconda dovrebbe riguardare l'operatività della complessiva contrattazione sui BTP 2034 (acquisto, *asset swap*, *repo*, *repo facility*), con conseguente ordine di blocco dei flussi di pagamento attuativi della convenzione.

Com'è noto, il gip ha escluso la convalida della misura cautelare d'urgenza, sostanzialmente, per la non apprezzabilità di uno stato di difficoltà finanziaria dell'istituto vittima della pretesa usura, per l'assenza dell'induzione in errore riguardo alla pretesa truffa ai danni dello stesso istituto essendo gli organi interni deputati al controllo sufficientemente informati degli estremi dell'operazione, oltre che dell'assenza dei presupposti di indifferibilità ed urgenza in attesa dell'ordinario procedimento del giudice.

L'appello sottolinea per contro la sussistenza dell'elemento della difficoltà economica-finanziaria, sotto i profili oggettivo e soggettivo, la sussistenza della sproporzione tra le contrapposte prestazioni delle parti, la sussistenza del requisito dell'induzione in errore.

9. Gli aspetti dinamici dell'operazione N nella prospettiva cautelare

E' evidente che il sequestro degli originali delle fonti contrattuali (che avrebbe efficacia solo probatoria) non eviterebbe l'aggravamento e la protrazione delle conseguenze dei reati configurati. Logicamente, il pericolo che la misura cautelare intende scongiurare, come probabilità di danno futuro connesso alla disponibilità materiale o giuridica della cosa, induce la Procura della Repubblica a chiedere l'interruzione dei flussi finanziari tra le parti, in esecuzione del contratto del 2009, con conseguente necessità di ordinarne il blocco telematico.

Va osservato, per inciso, che attraverso la richiesta di un sequestro di valori commisurati alle pretese passività per M , consolidate e momentanee, il P.M. si propone di conseguire con il provvedimento cautelare in sede penale lo stesso effetto di una sentenza civile a conclusione di una causa avente ad oggetto la validità del contratto (o, ipoteticamente, la rescissione per lesione o la risoluzione per eccessiva

onerosità), che la parte offesa non ha inteso proporre, probabilmente dubitando sulla fondatezza: la Banca M ha proposto nei confronti dei vertici delle due banche azioni di responsabilità, facendo riserva, nella narrativa dell'atto di citazione, "di far valere eventuali profili di invalidità dei contratti".

Va richiamato il principio per cui il sequestro preventivo finalizzato alla confisca per equivalente, presuppone che sia precisamente determinato ed accertato in concreto il profitto del reato realmente lucrato (Cass. pen., sez. VI, 5.10.2012, n. 42530).

Il P.M. ha disposto il sequestro di urgenza (reiterando ora la richiesta in sede di appello dopo la mancata convalida) dell'importo del deposito di marginazione, che a causa dei rilevanti decrementi del corso dei titoli di Stato italiani, ha costretto M a versare importi consistenti, pari ad euro 575 milioni di euro a fine 2009, cresciuti ad euro 2,2 miliardi nel mese di novembre 2011, fino a raggiungere secondo rilevazione di p.g. al 5.4.2013, l'importo di euro 1.866.314.150,79.

Va osservato però che l'obbligo di marginazione costituisce un deposito provvisorio, che N ha a disposizione, per il concretarsi dell'evento coperto dalla garanzia. Esso è soggetto alle fluttuazioni proprie dello svolgimento del contratto, per sua natura aleatorio (sull'aleatorietà del contratto di *swap*, vedi Cass. civ., sez. I, 19.5.2005, n. 10598), che non rappresenta il dato finale dell'operazione.

Nell'ipotesi di fisiologica conclusione del rapporto, mentre M rimborserà a N (virtualmente, perché restituedoli allo Stato ne avrà da questo il rimborso) il valore nominale dei titoli, N restituirà le somme corrispondenti alla marginazione, che quindi non rappresenta una perdita ma un deposito momentaneo di garanzia, tanto che viene iscritto a bilancio come "credito verso altre banche". Solo in caso di default dello Stato italiano emittente, il finanziatore incamererebbe le somme a deposito restituendo i titoli o titoli di altra specie emessi dallo Stato italiano. In caso di fisiologica conclusione M non avrebbe niente da corrispondere, avendo però incamerato la commissione sostanziale di 44 bps.

Un diverso andamento del mercato, sia nella quotazione dei BTP (strettamente dipendente dallo *spread* tra i medesimi e i *bund* tedeschi), sia nella fissazione dei tassi dell'area Euro, in particolare dell'Euribor 3M, non prevedibile al momento della conclusione del contratto, avrebbe determinato una diversa quantità di *cash* nella marginazione, come non è detto che in futuro possa verificarsi un'inversione di tendenza, fino

all'esaurimento del rapporto. Prova ne sia che poco dopo l'adozione del decreto del PM la situazione era già cambiata in senso più favorevole a M .

Non rappresentando dunque una perdita, ai fini della determinazione del danno ove si voglia ipotizzare la truffa, e nemmeno una componente della sproporzione tra le prestazioni, nell'ipotesi dell'usura, bensì una minusvalenza latente, valutata in un determinato momento, l'importo non può essere oggetto di sequestro.

Proprio in materia di contratti derivati, si è ritenuto che in considerazione della 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* (espressione utilizzata per qualificare il metodo di valutazione in base al quale il valore di uno strumento o contratto finanziario è sistematicamente aggiustato in funzione dei prezzi correnti di mercato), 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 (Cass. pen., sez. II, 21.12.2011, n. 47421; in tema di truffa contrattuale si è ritenuto che il delitto si consuma non al momento in cui il soggetto passivo, per effetto degli artifici o raggiri, assume l'obbligazione della dazione di un bene economico, ma al momento in cui si realizza il conseguimento del bene da parte dell'agente con la conseguente perdita dello stesso da parte della persona offesa: Cass. pen., sez. II, 11.12.2012, n. 49932): conseguendone l'inammissibilità di un sequestro preventivo di un importo corrispondente al valore teorico di mercato del contratto in caso di risoluzione anticipata dello stesso (conf. Cass. pen., sez. II, 28.6.2012, n. 25516; su riferimenti alla necessità di valutazioni *a posteriori*, nella determinazione del danno, nel mercato azionario: Cass. civ., sez. I, 10.8.2012, n. 14392).

La collateralizzazione è una garanzia connaturata al tipo di operazione intrapresa: essa non corrisponde ad una perdita, bensì è l'indicatore del rischio, momento per momento durante lo svolgersi del rapporto. Si tratta dunque di un elemento che non può ritenersi rilevante nell'ottica di una sproporzione tra le prestazioni, e non concreta quella protrazione delle conseguenze dell'eventuale reato, che sola costituisce la condizione del sequestro preventivo.

10. Gli aspetti statici delle perdite consolidate

Il confronto tra le corrispettive prestazioni va valutato, nella prospettata imputazione di usura, al momento della conclusione del contratto (art. 1, comma 1, d.l. 29.12.2000, n. 394, conv. in legge 28.2.2001, n. 34).

Occorre ora verificare la sequestrabilità della somma, pari a 88 milioni, che secondo l'ipotesi dell'inquirente corrisponderebbe all'ingiusto profitto che N avrebbe conseguito attraverso l'esecuzione della complessiva contrattazione intervenuta nel 2009. Importo che, a differenza dei risultati provvisori dipendenti dal mercato dei BTP, rappresenterebbe una perdita irreversibile per M .

E' appena il caso di rammentare che nella verifica dei presupposti per l'emanazione del sequestro preventivo di cui all'art. 321, primo comma, c.p.p., il giudice deve, sì, verificare l'astratta configurabilità del reato, ma, valutando il *fumus commissi delicti*, deve tenere conto, in modo puntuale e coerente, delle concrete risultanze processuali e dell'effettiva situazione emergente dagli elementi forniti dalle parti (Cass. pen., sez. V, 3.10.2008, n. 37695). L'accertamento deve possedere il requisito di concretezza, in base alla indicazione di elementi dimostrativi, sia pure sul piano indiziario, della sussistenza del reato ipotizzato (Cass. pen, sez. VI, 21.6.2012, n. 35786), non essendo sufficiente la mera "postulazione" dell'esistenza del reato, da parte del P.M., in quanto il giudice del riesame nella motivazione dell'ordinanza deve rappresentare in modo puntuale e coerente le concrete risultanze processuali e la situazione emergente dagli elementi forniti dalle parti e dimostrare la congruenza dell'ipotesi di reato prospettata rispetto ai fatti cui si riferisce la misura cautelare reale sottoposta al suo esame (Cass. pen., sez. IV, 14.3.2012, n. 15448; sez. III, 20.5.2010, n. 27715).

La delibazione del *fumus*, pur senza addentrarsi negli indizi di colpevolezza e sulla loro gravità, deve scorporre, nella complessa operazione di ingegneria finanziaria, i profili di danno, dagli eventuali benefici che il collegamento negoziale ha prodotto. Si è a tal proposito affermato che ai fini del sequestro preventivo funzionale alla confisca obbligatoria nei confronti di una società indagata per illecito amministrativo dipendente da reato, il profitto del reato è costituito dal vantaggio economico di diretta e immediata derivazione causale dal reato, che va determinato tenendo conto dell'utilità eventualmente conseguita in concreto dal danneggiato (Cass. pen., sez. VI, 26.6.2008, n. 42300).

Nella stessa premessa metodologica da cui si è partiti, si è dato per scontato che l'operazione di ristrutturazione delle *notes* Alexandria, da un lato ha portato a disporre, mediante la sostituzione con i più sicuri titoli Aphex, un vantaggio per M ; ma nello stesso tempo l'operazione non poteva non avere un costo. Che non può essere limitato all'importo secco del costo di sostituzione di 220 milioni, che la Procura denomina impropriamente "compenso", bensì involge un *quid pluris*, che lo stesso *Mandate agreement* implicitamente ammette, quando chiarisce che il VPN deve essere almeno pari al SV. A questo riguardo riveste interesse l'informazione resa alla G.d.F. (riportata nel decreto di sequestro d'urgenza a pag. 47, nota 112) dal B A della J , il quale dichiara che "l'operazione avrebbe reso alla J. circa circa 50/60 milioni di dollari. Sul versante di B. il costo sarebbe stato pari a 220 milioni di Euro (la perdita di Alexandria) maggiorato della commissione caricata da J. ".

Tale dichiarazione collima con una valutazione interna agli organi tecnici di M : agli atti vi è una mail in data 21.9.2009 (all. 2 al rapporto E), di B L , dipendente di M Capital Service, a C G (responsabile controllo Area Rischi Finanziari) in cui dice che N sta mettendo in conto a M circa 70 milioni di commissioni come costo di *hedging*. Pare allora assodato che in ambiente M fosse noto ed accettato che l'operazione avrebbe avuto un costo, la cui quantificazione era stata oggetto di ripetuti scambi di opinioni.

11. La quantificazione della perdita

La quantificazione della perdita stimata a carico di M è operata dal P.M. dal differenziale tra due dati, uno certo (220 milioni di euro), costituito dal *settlement value*, come convenzionalmente stabilito dalle parti, e uno valutativo sul danno globale (308 milioni di euro), espresso unilateralmente dalla banca in sede civile, con il deposito dei documenti allegati all'atto di citazione a comparire davanti alla sezione specializzata imprese del Tribunale di Firenze, notificata ai protagonisti della vicenda, per l'azione di responsabilità.

In primo luogo, sull'importo da sottrarre, che il P.M. ritiene superiore, come sopra sottolineato, al costo di sostituzione dei sottostanti Madison, in perdita, nell'operazione Alexandria, non vi sono elemento oggettivi per ritenere che $SV > CS$. A questo riguardo vedansi dichiarazioni rese alla G.d.F. sempre da B A di J. il quale riferisce che

quando B si rivolse a D Bank per avere una valutazione del titolo, questa, pur essendo l'emittente, riferì di non essere più in grado di prezzare il titolo e quindi chiese a N di valutarlo in quanto presso di essa si era trasferito R. e parte del *team* che aveva proceduto alla strutturazione dell'operazione. Lo stesso B riferisce che N, a metà maggio 2009, valutò a J “*valutò Alexandria attorno al 45 % del suo valore nominale*”. A tal proposito C M di D Bank riferisce che “*M non disponeva della tecnologia per poter prezzare uno strumento tanto complesso quale l'operazione Alexandria*”. Nella ricostruzione di un ipotetico VPN a favore di N, non può che acquisirsi il dato di 220 milioni, che è l'onere convenzionalmente sopportato dalla banca londinese.

Non si può viceversa attribuire al minuendo del differenziale (stimato in 308 milioni) il crisma dell'oggettività: importo che peraltro è stato utilizzato per le rettifiche di bilancio apportate *a posteriori* da M nel 2012 e condivise dalla società di revisione e dalla CONSOB.

Il dato non si presta ad una tranquillizzante utilizzazione, sia perché valutativo, sia perché adottato dal P.M. su elaborazione della parte offesa. In primo luogo, il giudice deve operare un attento controllo sulla base fattuale del singolo caso concreto, che sola rappresenta l'oggettività (Cass. pen., sez. V, 26.1.2010, n. 18078), non potendosi limitare ad una formulazione di plausibilità dell'accusa, fondata su un controllo meramente cartolare (Cass. pen., sez. I, 11.5.2007, n. 21736).

Va inoltre ricordato che anche in sede cautelare reale non si possono acquisire acriticamente la consulenza tecnica del P.M. e agli altri atti di polizia giudiziaria, senza alcun riferimento ai contenuti e alle ragioni della loro eventuale prevalenza sui rilievi di carattere difensivo (Cass. pen., sez. III, 5.5.2010, n. 26197).

E come si è ritenuto che i documenti utili favorevoli all'indagato, ai fini del riesame, concernono elementi fattuali di natura oggettiva, idonei a contrastare concretamente, vanificando o attenuando, gli elementi posti a fondamento della misura cautelare, tra i quali non rientra la consulenza tecnica di parte (Cass. pen., sez. V, 5.12.2012, n. 5795), il principio non può non ritenersi valido anche riguardo agli elementi a supporto della formulazione accusatoria.

Si è premesso che l'operazione, nel collegamento dei vari passaggi negoziali, presenta tali margini di complessità, che sfugge per sua natura ad una valutazione oggettiva. E' da supporre che ogni diversa prospettiva

di verifica analitica, possa portare a risultati tra loro macroscopicamente configgenti. Si vedrà fra un momento, che nella relazione seguita all'ispezione dell'Ispettorato Vigilanza (dal 27.9.2011 al 9.3.2012), la Banca d'Italia premette "le difficoltà di prezzare correttamente una struttura di così elevata complessità e durata, in assenza di una sufficiente liquidità di strumenti quotati di pari scadenza".

La stima proposta dalla parte offesa, peraltro, per sua stessa ammissione, non dà un quadro completo del significato dell'operazione. Il documento allegato all'atto di citazione davanti al Tribunale di Firenze, dichiaratamente di provenienza M (e tale è l'intestazione, ma è privo di sottoscrizione e di indicazioni circa l'organo interno che l'ha elaborato) palesa la difficoltà di comparazione del *Repo*, a causa della sua abnorme durata. Inoltre esso compie un'elaborazione difficilmente controllabile in base a parametri logici.

Parrebbe più attendibile, la stima operata dalla relazione di Banca d'Italia, come contenuta nel già citato verbale di ispezione mirata dell'Ispettorato Vigilanza, che calcola, con riferimento agli impatti economici complessivi alla data del perfezionamento dell'operazione BTP 2034, un *fair value* negativo di 183,5 milioni di euro.

Un dato viene immediatamente in considerazione: tale *fair value* è inferiore alla perdita (220 milioni) che con l'*asset exchange* M ha ammortizzato. In tale confronto pare ragionevole concentrare un attendibile giudizio di sproporzione tra il vantaggio conseguito con la ristrutturazione di Alexandria e la constatazione della perdita iniziale della complessiva operazione sui BTP 2034.

Nella opinabilità delle valutazioni, questa ultima appare più affidabile per un doppio ordine di ragioni: in primo luogo essa proviene da un organo *super partes*, la cui autorevolezza e obiettività non è in discussione; in secondo luogo, ed è l'aspetto che di maggiore rilevanza, va a considerare tutta l'operazione nel suo complesso. Non sono i singoli aspetti del collegamento negoziale posto in essere, ma l'effetto contrattuale nel suo risultato ultimo. M ha in sostanza garantito N dal rischio Italia sulla ingente quantità dei BTP da quest'ultima acquistati.

E' pur vero che la relazione della Banca d'Italia confronta il dato come sopra ottenuto, del *fair value* iniziale dell'operazione BTP 2034, con la valorizzazione della nota Alexandria prima e dopo la ristrutturazione. E attribuendo a quest'ultima un incremento di valore di circa 108 milioni,

conclude per un vantaggio differenziale a favore di N , di 75,5 milioni.

Il confronto viene però operato su dati eterogenei, giacché una perdita, quella corrispondente al mancato guadagno per il minor tasso d'interesse sui BTP rispetto al mercato, va confrontato non ad un beneficio, quello della ristrutturazione Alexandria, ma alla perdita che la nota presentava al momento stesso in cui si decise di ristrutturarla. Inoltre, anche a voler adottare il criterio del beneficio, non si comprendono le appostazioni in bilancio dei valori *ante* e *post* ristrutturazione (rispettivamente 248 e 356), per le quali il documento della Banca d'Italia (foglio 7795) rinvia agli allegati nn. 8 e 9, che, non depositati, non è dato di conoscere.

Le valutazioni cui si è fatto cenno contrastano con i dati utilizzati dallo stesso P.M. e dai suoi consulenti, nell'analisi dell'operazione di ristrutturazione, per cui il valore nominale dei nuovi titoli (obbligazioni Aphex) consegnati al posto delle *Madison Notes* era di 400 milioni, e non vi sono elementi per ritenere un valore diverso, ed il *Settlement Value* convenzionale, per il quale, ugualmente, non vi sono elementi per ritenere un valore diverso, era di 220 milioni, sicché il vantaggio per M , ricavato dalla ristrutturazione, fu di 180 milioni: valore molto vicino ai 183,5 calcolati come mancato guadagno sulla cessione dei BTP 2034.

In conclusione, l'apprezzamento di uno squilibrio tra le prestazioni è difficilmente ancorabile a dati certi ed oggettivi, e qualunque valutazione sia prospettata, essa presenta notevoli margini di opinabilità.

Ulteriori aspetti che il P.M. sottolinea ad accentuare la diagnosi di antieconomicità dell'operazione, hanno una logica giustificazione nell'ideologia stessa del collegamento negoziale, e non rivestono un peso rilevante ai fini della comparazione delle controprestazioni.

Così il tasso Eonia, con cui N compensa l'ingente deposito che M ha dovuto costituire volta per volta a garanzia, trova un corrispondente obbligo di remunerazione per i depositi che a garanzia della *repo facility* N è tenuta a costituire, che M compensa, parallelamente, a tasso Eonia.

Riguardo alla diversa consistenza della collateralizzazione dei contrapposti finanziamenti (deposito del 15% a carico di M , solo del 5% a carico di N), l'eventualità di *default* di N , che varrebbe a M l'acquisizione del 5% del credito "tirato", non influenzerebbe il prezzo dei titoli dati da questa in garanzia dell'apertura del credito per un importo

corrispondente (a differenza dell'evidente diminuzione di valore del BTP 2034 detenuto da N , in caso di *default* dello Stato Italiano).

La quantificazione in 111 milioni di euro, del danno subito per raccogliere la provvista necessaria a soddisfare gli obblighi di marginazione, al netto degli interessi Eonia, è corollario della previsione stessa di una garanzia, che non costituisce di per sé, come detto, clausola anomala, e riguarda presumibilmente le stesse difficoltà di N per assicurare la emarginazione connessa all'attivazione della *repo facility*. Per non parlare degli oneri, sempre incontrati da N , per rastrellare fuori mercato i BTP 2034, quale base dell'operazione complessiva.

Non si hanno infine elementi per qualificare l'incidenza, nella comparazione delle prestazioni, della mancata retribuzione del *cheapest to deliver option*, la cui previsione è del resto normale nell'economia del CDS.

12. La pretesa usurarietà dello squilibrio contrattuale

La fattispecie di usura c.d. reale di cui all'art. 644, terzo comma, c.p., richiede la sproporzione del vantaggio conseguito rispetto alla prestazione di denaro a chi si trova in condizioni di difficoltà economica o finanziaria, avuto riguardo alle concrete modalità del fatto e al tasso medio praticato per operazioni simili.

Le considerazioni che seguono, in base alle quali si ritiene di non poter inquadrare la fattispecie sottoposta all'indagine della Procura della Repubblica, nella tipologia criminosa di cui all'art. 644 c.p., prescindono dalla questione in ordine alla difficoltà economico-finanziaria in cui avrebbe versato la parte offesa nel momento in cui fu indotta a stipulare la convenzione con N , fonte di gravosi oneri.

Ciò che rileva in maniera assorbente è che l'intervento legislativo del 1996 sull'art. 644 c.p. ha avuto lo scopo di agganciare la sproporzione tra le controprestazioni a tassi di comparazione stabiliti dalla legge, in modo da evitare l'opinabilità delle valutazioni discrezionali del giudice. Rimane, è vero, la fattispecie "aperta" di cui al terzo comma, che pure assicura la punibilità per altri fatti, avuto riguardo alle loro concrete modalità: non vi soccorre la comparazione del preteso compenso usurario con indici tassativi predeterminati, eppure si impone il riferimento al "tasso medio praticato per operazioni simili", ove l'espressione "tasso medio" è da intendere in modo atecnico, come "misura" della prestazione, pur se non codificabile in un indice numerico.

La fattispecie incriminatrice potrebbe astrattamente attagliarsi ad ipotesi, come quella su cui viene richiesta la misura cautelare, che evoca l'esecuzione di complessi meccanismi finanziari, anche tra banche.

La *voluntas legis* era di regolare puntualmente il mutuo usurario. Ma la formula del terzo comma sembra trascendere l'ipotesi tradizionale, perché, oltre a lasciare aperti spazi di punibilità anche per la stipula di interessi inferiori al tasso legale (ove il fatto sia caratterizzato da determinate modalità), ipotizza l'usurarietà di altri vantaggi o compensi.

Il costo (per M.) della ristrutturazione delle *notes* Alexandria non corrisponde ad un corrispettivo stabilito (o desumibile in modo diretto) dall'accordo di scambio di derivati, bensì dal collegamento negoziale con il complesso delle contrapposte prestazioni legate all'operazione BTP 2034.

Il punto è quello di individuare un rassicurante *tertium comparationis*, senza di che ogni applicazione correrebbe il rischio di infrangersi contro il principio di determinatezza della fattispecie penale, posto seriamente in discussione dalla genericità del dato "similarità", nella ricerca delle "operazioni" da cui desumere la misura media. Anteriormente alla fissazione legislativa del tasso usurario, il giudice si riferiva alla nozione comune, secondo cui sono usurari gli interessi sproporzionati alla prestazione e, cioè, notevolmente superiori a quelli che di regola vengono corrisposti per simili prestazioni (Cass. pen., sez. II, 26.6.1990, n. 6515: disattendendosi i dubbi di legittimità costituzionale). La fattispecie di "usura reale" appare ora ispirata a tale indicazione giurisprudenziale.

Il fatto è che nella totale assenza di precedenti giurisprudenziali non può che farsi riferimento alla codifica di protocolli internazionali astratti (ICMA-ISDA-SIFMA). Nella prassi bancaria internazionale degli *Swap* e dei *Repo*, non risulta la previsione di limiti quantitativi, e sono usuali clausole contrattuali di marginazione dei rischi connessi all'operazioni su sottostanti, per non parlare della normalità degli scambi sui tassi d'interesse, tipica degli *asset swap*.

13. L'individuazione di operazioni similari

La stessa previsione di un obbligo di *overcollateralization* anomalo (15 %) rispetto ad una prassi che può arrivare al 5-8 % trova un'astratta giustificazione nella circostanza che il rischio sulla garanzia si sommava al "rischio controparte" in quanto è largamente ipotizzabile che in caso di *default* del sistema Italia sarebbero venute meno anche le garanzie offerte

da una controparte banca italiana. E' nell'ordine delle cose che, a fronte al collasso del sistema e quindi alla consistente e non transitoria perdita di valore del debito sovrano Italia, la M non sarebbe in grado di far fronte agli obblighi quotidiani di marginazione e quindi l'iniziale *overcollateralization* potrebbe essere stata pensata in funzione di tale ipotetico inadempimento.

Il parametro che ha ispirato il sequestro di urgenza sul presupposto della sproporzione usuraria delle prestazioni, è il rendimento, per M, dei BTP 2034, marcatamente inferiore (0,39%, considerando anche i costi della raccolta necessaria all'investimento) rispetto al 5% della cedola nominale. Come ha ben spiegato Banca d'Italia (che ha corretto il rendimento per M a 0,44%, dovendosi ricomprendere la *fee* di 5 bps annui che N deve corrispondere per la *facility repo*, indipendentemente dal concreto utilizzo della linea di credito), l'operazione non può essere analizzata su singoli aspetti, configurandosi nel suo complesso come un CDS sintetico su titoli del debito pubblico italiano.

L'argomentazione percorsa da M per estrarre *a posteriori* il *fair value* iniziale di 88 milioni, fa leva sulla negatività di una sola delle due componenti del contratto, e non tiene conto del vantaggio rinveniente dalla ristrutturazione di Alexandria notes: anche accettando l'impostazione di M, N avrebbe legittimamente preteso un compenso oltre al SV (richiesto anche da J, nell'ordine dei 50-60 milioni di dollari).

Il delitto di usura si configura come un reato a schema duplice, costituito da due fattispecie – destinate strutturalmente l'una ad assorbire l'altra con l'esecuzione della pattuizione usuraria – aventi in comune l'induzione del soggetto passivo alla pattuizione di interessi od altri vantaggi usurari in corrispettivo di una prestazione di denaro o di altra cosa mobile (Cass. pen., sez. II, 1.10.2008, n. 38812).

La individuazione delle commissioni occulte, in 88 milioni, a parte le considerazioni, sopra svolte, sull'opinabilità del *fair value* di partenza, non trova, nella sua impostazione analitica, parametri di confronto. Neppure la valutazione della Banca d'Italia, nello sforzo di allineare in comparazione i rendimenti di titoli dello stesso emittente, ma di troppo diversa durata, supera l'opinabilità della proiezione. E ciò anche a non voler tener conto dell'assottigliamento del margine differenziale tra i rendimenti, che nella memoria difensiva N non sarebbe di $74-44=30$ bp, ma solo di 20, per essere il primo termine calcolato sulla quotazione di mercato in dollari USA. Il divario ancora giustificabile dovendosi tener conto dell'altra

faccia della medaglia, costituita dal vantaggio ricevuto da M con la ristrutturazione di Alexandria.

Neppure la suggestiva comparazione con le commissioni pagate da enti locali italiani per operazioni in derivati (22 bps), nello stesso periodo, regge alla critica di disomogeneità. La commissione implicita del 2,89% in rapporto al valore nominale dell'operazione BTP 2034, impiegata dai consulenti del P.M. nella comparazione, sconta l'opinabilità del dato differenziale di 88 milioni. Ulteriore inattendibilità del confronto con le commissioni sostenute dagli enti locali è avallata dalla difesa N , laddove riferisce che i 22 bps sono commisurati all'anno, mentre dal contratto sui BTP alla loro scadenza corrono venticinque anni, con un rapporto di 3,74% sull'intera durata dell'operazione (che corrisponderebbe a 17 bps annui). L'approfondimento dello studio finanziario che ha individuato il valore di 22 bps inoltre, fa scoprire che quello è un valore medio tra 10 e 40 bps, la cui variabilità è legata alla peculiarità della singola operazione, neppure lontanamente paragonabile alla complessità del collegamento negoziale sui BTP.

Probabilmente, nell'emergere della questione, a quanto pare dilagante, dei prestiti legati a contratti derivati (il fenomeno è noto alle cronache per l'abuso che di tali strumenti è stato fatto, con la finalità di dilazionare nel tempo il rientro da situazioni debitorie) si potrà prevedere (e auspicare) una regolamentazione legislativa che fissi compensi-limite, quando non un divieto per gli istituti di credito, o per alcuni di essi, di concludere operazioni puramente speculative snaturando i propri fini istituzionali e statutari.

Da non trascurare la considerazione del gip, che nell'assenza di qualsiasi elemento obiettivo per ritenere come indebiti e sproporzionati i vantaggi economici derivati a N dalla complessiva transazione conclusa con M , evoca le trattative intercorse con la diversa banca J , con la quale si prospettò una transazione analoga a quella oggi rappresentata in termini di usura: identico era il costo di ristrutturazione; uguale sarebbe stato lo strumento utilizzato (*Repo* a 30 anni) con riconoscimento di un margine di profitto per il finanziatore J : l'affare non andò in porto non già per le inadeguate condizioni negoziali della transazione, ma perché la banca americana richiese che i termini dell'accordo venissero riportati in bilancio, quantomeno in una nota integrativa e sottoposti al controllo del revisore. Ma ciò, come già sottolineato, non rispondeva ai veri intenti dei vertici M , di occultare le perdite maturate sul veicolo Alexandria. Nel

documento depositato dalla Procura, tratto da proc. collegato n. 845/12, trasmesso da B D a B C il 17.11.2009, di apparente provenienza Area bilancio, Area ARM, Area Finanza, si attesta altresì l'offerta di altra controparte, la Na , di finanziamento su titoli italiani a scadenza più breve ad uno *spread* "ben peggiore del finanziamento ottenuto per 25 anni allo *spread* di Euribor + 59 bps".

Per operazioni similari, è prevista la tipologia delle singole componenti negoziali (*asset swap, repo*) nella prassi bancaria internazionale. Che però non sembra fissare tassi limite di compenso. L'unico parametro concreto che gli atti processuali offrono è quello delle condizioni (analoghe) offerte da altra banca, con l'unica differenza della trasparenza di bilancio, che però, a parte il fatto di confermare l'intento degli indagati M , poco ha a che fare con l'usura.

Non colgono nel segno le contestazioni mosse dal P.M. nell'atto di appello (pag. 22) alla ricostruzione del giudice, giacché alla per nulla scontata riconducibilità della pregiudiziale di J sulla trasparenza bilancistica, alla consapevolezza delle difficoltà finanziarie di M , qui viene in ballo la diversa questione della sproporzione tra utilità prestate e vantaggi ricevuti, della quale non esistono i parametri di oggettivo accertamento richiesti dall'art. 644, terzo comma, c.p.

14. La pretesa induzione in errore degli organi societari

Nella prospettiva dell'art. 640 c.p., le eventuali manipolazioni degli organi interni della banca, a parte una loro effettiva conoscenza del collegamento contrattuale tra le operazioni Alexandria e N , nelle sue vere finalità, appaiono del tutto irrilevante nel risultato ultimo conseguito dai vertici M . In altre parole, se anche qualcuno dei funzionari tecnici abbia nutrito qualche dubbio sulla economicità e correttezza dell'operazione, le eventuali rimostranze non ebbero, e non potevano avere, alcun peso nelle decisioni assunte: ne fa fede la dichiarazione B , sentito a s.i.t. il 7.2.2013 e l'11.3.2013, secondo cui M M , capo dell'Area Amministrazione e Bilancio di M , pur avendo assunto un atteggiamento fermo rappresentando che a suo parere l'operazione "non doveva essere assolutamente fatta", il Direttore generale V , come in altre occasioni, non rispose alle obiezioni tecniche argomentando la sua convinzione circa la bontà dell'operazione la quale doveva essere realizzata per il "bene della Banca"; ed anche la dichiarazione di C G , capo della Risk Control Unit di M , sentito a s.i.t. il 22.11.2012, alle cui perplessità

rispondeva che lui non poteva perdere tempo ad implementare le formule matematiche del sistema perché il mercato “scappa” e le occasioni vanno colte al volo.

Nella consumazione del delitto di cui all’art. 640 c.p., l’influenza sul processo volitivo di colui che viene indotto in errore, deve essere stata causalmente determinante nella produzione del danno, nel senso che ove questo non avrebbe avuto luogo senza la fraudolenta induzione in errore, non è ravvisabile il reato (Cass. pen., sez. II, 29.10.2008, n. 47623). Più in particolare, in tema di truffa dell’amministratore unico di una società per azioni, l’induzione in errore degli organi societari di controllo deve essere tale da aver impedito il loro intervento, che altrimenti potrebbe sostanzarsi nella revoca dell’amministratore e dell’atto di disposizione patrimoniale (Cass. pen., sez. II, 15.12.2005, n. 1539).

Sussistono peraltro forti dubbi sul profilo della induzione in errore, necessaria ai fini della configurabilità della fattispecie di truffa. L’impostazione dell’accusa è che almeno tre alti funzionari M , B e C non sapevano che l’operazione Alexandria del 2005 e poi l’operazione N erano collegate, cioè “leggendole” insieme acquisivano un significato ben diverso e quindi proprio per impedire questa lettura sinottica il *Mandate agreement* del 31.7.2009 era stato tenuto nascosto.

Ebbene ciò non è esatto perché a B era stato inviato da B con una mail del 26.6.2009 il testo della *conference call* nel quale si faceva espresso riferimento al *Mandate agreement*. C a sua volta sapeva tanto da dichiarare a s.i.t. Di essere stato contrario alla ristrutturazione di Alexandria proprio perché aumentava l’esposizione in BTP per un arco temporale di 30 anni.

P.Q.M.

Visti gli art. 322-*bis*, 310 e 127 c.p.p.;
rigetta l’appello proposto dal P.M. presso la Procura della Repubblica di Siena in data 6.5.2013, avverso l’ordinanza 26.4.2013 del gip presso il Tribunale di Siena di mancata convalida del sequestro preventivo di urgenza del P.M., adottato il 15.4.2013.
Manda la Cancelleria per i relativi adempimenti.
Siena 8.7.2013



Il Presidente est.
dott. Stefano Benini

DEPOSITATO IN CANCELLERIA

IL 11-3-LUG-2013