

**TRIBUNALE DI MONZA**

Prima Sezione Civile

\*\*\*

All'Ill.mo Sig. Giudice

**Dott. CARLO ALBANESE**

Relazione Peritale di

Consulenza Tecnica di Ufficio

(procedimento **RG 2277 del 2014**)

\*\*\*

Causa civile promossa

da

R.E.M. S.p.A., parte attrice opponente rappresentata e difesa  
dall'Avvocato D. Minnella ed elettivamente domiciliata presso  
il suo studio in Busto Arsizio

contro

BANCA NAZIONALE DEL LAVORO S.p.A., parte convenuta opposta  
rappresentata e difesa dall'Avvocato F. Pilato ed  
elettivamente domiciliata nel suo studio in Milano.



L'incarico si è articolato con il seguente sviluppo:

Udienza di nomina: 22 febbraio 2016

Udienza di conferimento e giuramento: 18 aprile 2016

Data inizio operazioni peritali: 6 giugno 2016

Data invio bozza relazione alle parti: 5 settembre 2016

Termine per produrre le osservazioni: 28 settembre 2016

Termine per la consegna definitiva e deposito della relazione  
peritale: 17 ottobre 2016

Udienza successiva: 26 ottobre 2016 ore 10:10



La relazione peritale si articola nelle seguenti parti:

1. PREMESSA

1.1. Ordinanza di nomina e conferimento di incarico

2. QUESITO

3. OPERAZIONI PERITALI

3.1. Nomina dei consulenti tecnici di parte

3.2. Svolgimento delle operazioni peritali

3.3. Prosieguo delle operazioni peritali

3.4. Principio del contraddittorio e diritto alla difesa

3.5. Conclusione delle indagini peritali

4. OSSERVAZIONI DELLE PARTI ALLA C.T.U.

4.1. Osservazioni Preliminari Concordate

4.2. Osservazioni della parte convenuta opposta

4.3. Osservazioni della parte attrice opponente

5. RISPOSTA AL QUESITO

5.1. Risposta alla prima parte del quesito

5.2. Risposta alla seconda parte del quesito

5.3. Risposta alla terza parte del quesito

5.4. Risposta alla quarta parte del quesito

5.5. Risposta alla quinta parte del quesito

5.6. Risposta alla sesta parte del quesito

5.7. Risposta alla settima parte del quesito

5.8. Risposta alla ottava parte del quesito

5.9. Risposta alla nona parte del quesito

5.10. Risposta alle osservazioni delle parti

6. SINTESI CONCLUSIONALE

\*\*\*

III



1) PREMESSA

**1.1 Ordinanza di nomina e conferimento di incarico**

Con ordinanza di nomina del 22 febbraio 2016 il Giudice del Tribunale di Monza Dott. Carlo Albanese nominava il sottoscritto Daniele Tombesi, iscritto all'Albo dei C.T.U. e dei periti del Tribunale Civile e Penale, domiciliato per la carica in Monza via Monte Cervino n. 16, Consulente Tecnico Di Ufficio per la causa emarginata in epigrafe convocandolo a comparire all'udienza del 18 aprile 2016 per il giuramento di rito e la formulazione dei quesiti.

Nella successiva data indicata del 18 aprile 2016 il sottoscritto, accettato l'incarico, pronunciava il giuramento di rito nelle mani del Magistrato, quale assegnava, per il deposito della relazione scritta, termine di 114 giorni lavorativi a decorrere dalla data di inizio delle operazioni peritali fissata per il giorno 6 giugno 2016 ore 14:30 presso il proprio studio.



2) QUESITO

Nomina quale CTU il Dott. Daniele Tombesi con studio in Monza, via Monte Cervino n. 16 affinché voglia rispondere al seguente quesito:

"dica il CTU, esaminati gli atti ed i documenti di causa, sentite le parti, i loro difensori e consulenti, previa eventuale acquisizione ex art. 210 c.p.c. dell'ulteriore documentazione che sia nella disponibilità esclusiva della società convenuta ed abbia concorso a fornirle il quadro delle previsioni sull'andamento del tasso Euribor nel momento in cui è stato sottoscritto il contratto di cap sell dilazionato n. 6132240 stipulato in data 27.6.2011, quale sia la reale natura di quest'ultimo, descrivendone funzione e caratteristiche, ossia se abbia carattere aleatorio/speculativo, come dedotto nell'atto introduttivo, ovvero meramente assicurativa/di protezione in relazione al rischio di rialzo dei tassi di interesse; nel far ciò verifichi, in particolare, quale fosse il valore dello strumento derivato al momento della stipulazione del contratto e la sua congruità rispetto alla situazione finanziaria della società attrice, indicando specificamente se si tratti di uno strumento par o non par, e, in tale ultimo caso, quantificando l'eventuale valore negativo (mark to market) gravante sul cliente previa indicazione dei criteri utilizzati per la relativa determinazione;



inoltre, previa applicazione della medesima formula utilizzata pro tempore dalla Banca d'Italia, verifichi l'eventuale superamento del tasso soglia antiusura nel corso dei trimestri allegati nella perizia prodotta dall'attrice al documento n. 8, da cui sembrerebbe evincersi che, al lordo della capitalizzazione trimestrale degli interessi passivi ed utilizzando la medesima formula della Banca d'Italia, il tasso soglia sarebbe stato superato in un unico trimestre relativamente al conto n. 2585 ed in ben tre trimestri relativamente al conto n. 282412; determini, solo in caso di effettivo superamento nel corso del rapporto, l'ammontare della somma indebitamente addebitata in eccedenza alla cliente rispetto al tasso soglia rispettivamente applicabile";

il Giudice dato atto di quanto sopra, invita al CTU, sono nell'ipotesi in cui ciò emerga dagli atti già prodotti, a verificare se il prodotto fornito rientrava o meno nell'ambito di una negoziazione in conto proprio dell'istituto di credito.

\*\*\*

X



### 3) OPERAZIONI PERITALI

#### 3.1 *Nomina consulenti tecnici di parte*

I difensori delle parti, in conformità a quanto previsto dall'art. 201 c.p.c., hanno facoltà di nominare i propri consulenti tecnici di parte. Le parti provvedevano a farlo in sede di udienza di conferimento di incarico nominando, parte attrice il Dott. Fulvio Stefanelli; mentre parte attrice riservandosi la nomina sino all'inizio delle operazioni peritali, riteneva di nominare -nei termini- il Dott. Roberto Antolini. (ALLEGATO x)

#### 3.2 *Apertura delle operazioni peritali*

In data 6 giugno 2016 alle ore 14:30 presso lo studio di via Monte Cervino, 16 hanno avuto inizio le operazioni peritali alla presenza del Dott. Stefanelli e del Dott. Antolini.

Le operazioni peritali si sono svolte regolarmente e hanno avuto come oggetto l'accertamento della regolare nomina dei consulenti di parte avvenuta conformemente a quanto previsto dall'art. 194 c.p.c. con deposito di atto presso la segreteria del Tribunale e tutte le altre attività riportate nel processo verbale delle operazioni peritali di apertura che si trova in calce al paragrafo e allegato alla presente relazione.

Sono state verbalizzate le osservazioni.

Sono state comunicate le rituali scadenze intermedie.

Le operazioni si sono concluse con la redazione e la firma del processo verbale delle operazioni, chiuse alle ore 15:40 del giorno 6 giugno 2016 come da documento a seguire.



### 3.4 **Principio del contraddittorio e diritto alla difesa**

Il consulente di ufficio ha comunicato le proprie attività alle parti ed ha svolto ogni attività istruttoria permettendo alle parti stesse di poter presenziare. Il sottoscritto ha confermato, in sede di apertura delle operazioni peritali, di aver ricevuto, nella predetta udienza per l'accettazione dell'incarico e di giuramento, gli atti di causa, che sono a disposizione dei tecnici di parte, onde consentire di poter meglio esaminare la documentazione trasmessa dalle parti ed eventualmente estrarre i documenti di interesse per procedere alla loro riproduzione fotostatica. I fascicoli di causa sono rimasti a disposizione delle parti, presso lo studio del CTU in Monza via Monte Cervino, 16. Come disposto dall'Ill.mo Sig. Giudice, completata la cosiddetta "bozza" della relazione peritale, ha provveduto ad inviarla come disposto alle parti (legali) a mezzo posta elettronica certificata in data 5 settembre 2016, oltre che una copia a mezzo posta elettronica certificata, in pari data, ai tecnici di parte. Alle parti è stato concesso, come disposto, fino al 28 settembre 2016 per la presentazione reciproca e a questo consulente di ufficio, di eventuali memorie di osservazioni.

### 3.5 **Conclusione delle operazioni peritali**

Il consulente tecnico di ufficio, avendo provveduto a compiere ogni attività utile all'espletamento del proprio incarico nel pieno rispetto del principio del contraddittorio e del diritto alla difesa delle parti, avendo raccolto osservazioni alla relazione peritale, non essendoci state istanze particolari o produzioni irrituali di documenti, procede al completamento della relazione tecnica al fine di esaurire il mandato affidato.





4) OSSERVAZIONI DELLE PARTI ALLA C.T.U.

4.1 **Osservazioni preliminari concordate**

OSSERVAZIONI PRELIMINARI DA PARTE DEL CTP DI BNL S.P.A.

**B.N.L. S.p.A. - Revolution Energy Maker. S.p.A.**

**Tribunale di Monza**

**CTU Dott. Daniele Tombesi**

**Quesito Peritale**

*"Dica il C.T.U. esaminati gli atti ed i documenti di causa, sentite le parti, i loro difensori e consulenti, previa eventuale acquisizione ex art. 210 c.p.c. dell'ulteriore documentazione che sia nella disponibilità esclusiva della società convenuta ed abbia concorso a fornirle il quadro delle previsioni sull'andamento del tasso Euribor nel momento in cui è stato sottoscritto il contratto di cap sell dilazionato n. 6132240 stipulato in data 27.6.2011, quale sia la reale natura di quest'ultimo, descrivendone funzione e caratteristiche, ossia se abbia carattere aleatorio/speculativo, come dedotto nell'atto introduttivo, ovvero meramente assicurativo/di protezione in relazione al rischio di rialzo dei tassi di interesse; nel far ciò verifichi, in particolare, quale fosse il valore dello strumento derivato al momento della stipulazione del contratto e la sua congruità rispetto alla situazione finanziaria della società attrice, indicando specificamente se si tratti di uno strumento par o non par, e, in tale ultimo caso, quantificando l'eventuale valore negativo (mark to market) gravante sul cliente previa indicazione dei criteri utilizzati per la relativa determinazione; inoltre, previa applicazione della medesima formula utilizzata pro tempore dalla Banca d'Italia, verifichi l'eventuale superamento del tasso soglia antiusura nel corso dei trimestri allegati nella perizia prodotta dall'attrice al documento n. 8, da cui sembrerebbe evincersi che, al lordo della capitalizzazione trimestrale degli interessi passivi ed utilizzando la medesima formula della Banca d'Italia, il tasso soglia sarebbe stato superato in unico trimestre relativamente al conto n. 2585 ed in ben tre trimestri relativamente al conto n. 282412; determini, solo in caso di effettivo superamento nel corso del rapporto, l'ammontare della somma indebitamente addebitata in eccedenza alla cliente rispetto al tasso soglia rispettivamente applicabile".*

**Nota tecnica di parte BNL**

La REM ha concluso con BNL in data 27/6/11 un'operazione di acquisto di Cap con pagamento del premio dilazionato, su un nozionale di 1,7 milioni di euro, parametrata all'Euribor a 3 mesi con scadenza a 5 anni. Il cap ha uno strike del 3.75%.

L'operazione ha chiara finalità di copertura: la sua funzione è quella di garantire un limite al rialzo dei tassi di interesse, limite posto al livello del 3.75%.

E' stata allestita per la copertura del rischio di tasso relativo ad una facilitazione creditizia di analogo ammontare, parametrata all'euribor 3 mesi, accordata in data 24/6/11.

Come si può vedere dalle evidenze della Centrale Rischi di Bankitalia (all.1), la facilitazione di BNL si è andata ad aggiungere ad altre facilitazioni già in essere presso il sistema bancario per ca. 3,7 mln; ad essa si è poi rapidamente aggiunta una ulteriore facilitazione di 1,9 mln accordata da altro istituto di credito, a seguito della quale l'esposizione effettiva della Società è progressivamente cresciuta dai



ca. 3 mln rilevati al momento della conclusione del derivato, fino a superare i 5 mln di euro alla fine dell'anno 2011.

Pur essendo facilitazioni sul breve termine<sup>1</sup>, esse esponevano ugualmente il cliente al rischio di rialzo del parametro di riferimento, al cui variare sarebbero modificate anche le condizioni di tasso applicate all'utilizzo della facilitazione.

Tutti i debiti finanziari per cassa con scadenza a breve termine, infatti, hanno un livello di onerosità legato al livello dei tassi d'interesse a breve termine. E' pacifico che tale livello non resta immutato al trascorrere del tempo, ma è soggetto a variazioni secondo l'andamento del mercato dei tassi. Pertanto un soggetto indebitato nel breve termine, la cui posizione debitoria è destinata a perdurare nel tempo in quanto strutturale al funzionamento della propria attività economica, è soggetto al rischio di assistere, nel tempo, ad un peggioramento del livello dei tassi cui è parametrata la propria posizione debitoria strutturale, trovando condizioni peggiorative via via che la posizione debitoria viene ad essere "rinnovata" (o più propriamente "roll-overata", termine tecnico per la verità un po' gergale).

Il debito a breve, di fatto, rappresenta generalmente il fabbisogno finanziario di cui l'azienda ha stabilmente bisogno per portare avanti la propria attività industriale; anche le posizioni cosiddette "autoliquidanti", pertanto, vengono usualmente "roll-overate" di volta in volta alle varie scadenze.

Proprio per fronteggiare questo tipo di rischio è opportuno ricorrere ad operazioni di copertura del tipo di quella oggetto di controversia, che abbiano un orizzonte temporale più esteso rispetto alla scadenza dei debiti, tipicamente di durata pluriennale, ed in cui il cliente fissa un livello massimo al parametro di tasso variabile maggiormente incidente sul debito sottostante, in pura ottica di copertura.

Nel caso specifico, a fronte di una posizione debitoria rapidamente cresciuta fino a 5,7 milioni di euro, la copertura effettuata per 1,7 milioni di nozionale rappresenta circa il 30% del debito. Una misura sicuramente congrua ad una sana gestione finanziaria.

Data l'esistenza di un reale debito sottostante cui fornire l'hedging, la struttura dell'operazione appare di pura e semplice copertura, avendo il cliente sostanzialmente acquistato la protezione per 5 anni contro la salita dell'euribor 3 mesi al di sopra del livello del 3.75%.

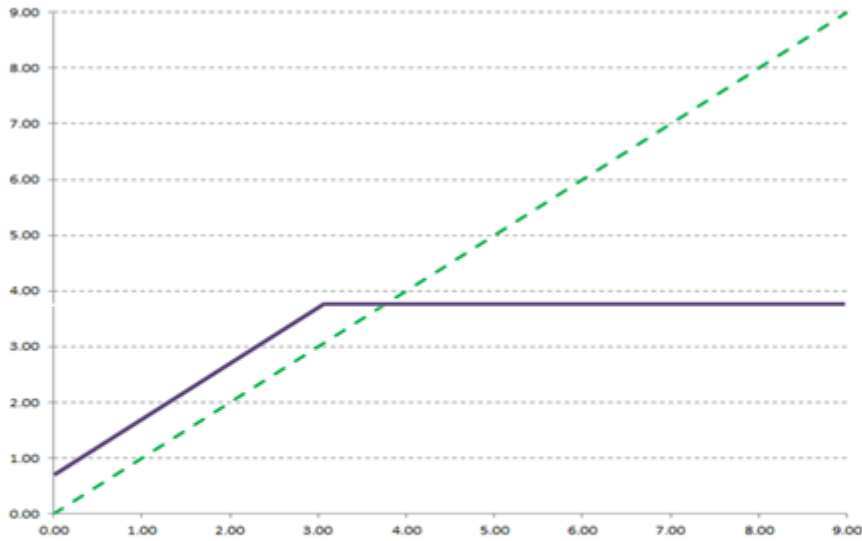
Dal profilo finanziario del Cliente dedotto dal questionario (all.2), le operazioni c.d. di "macrohedging", owerosia riferite ad una posizione debitoria globale anziché ad una singola posta del debito, rientravano nel perimetro delle operazioni coerenti con l'obiettivo finanziario del Cliente.

Il grafico che segue evidenzia la posizione di rischio del cliente prima (linea verde tratteggiata) e dopo (linea blu continua) l'operazione di copertura, sulla porzione di debito coperta.

---

<sup>1</sup> I dati storici della CR a nostra disposizione non forniscono più il dettaglio, ma è presumibile che si tratti di breve termine.





Trattandosi di cliente classificato come "PROFESSIONALE DI DIRITTO" ai fini Mifid<sup>2</sup>, la Banca era esonerata dagli obblighi di disclosure previsti per la sola clientela retail; tuttavia sono stati forniti, tra le altre informazioni, anche gli scenari relativi all'andamento dei tassi di interesse desumibili dai c.d. "tassi forward"<sup>3</sup>, con la specifica che tali scenari non potevano "considerarsi in alcun modo una previsione dell'andamento futuro".

Quindi la circostanza che sulla base delle proiezioni fornite dai tassi forward l'opzione acquistata non era destinata ad attivarsi, era ben nota al Cliente, così come era ben noto che non si trattasse di previsioni.

Ma la finalità dell'acquisto non era di certo quella di ottenere dei guadagni a seguito della salita dei tassi, guadagni che sarebbero stati più che abbondantemente controbilanciati dai maggiori esborsi a titolo di interessi sulle passività sottostanti (passività che si ricorda essere di ampiezza circa tripla rispetto al nozionale del derivato), bensì quella di coprirsi in via prudenziale contro l'evento sfavorevole di una eccessiva salita dei tassi, sebbene tale eccessiva salita non fosse al momento considerata probabile.

Alla stregua delle più classiche coperture assicurative, l'auspicio di chi le sottoscrive è che l'evento temuto non si verifichi<sup>4</sup>, ma qualora accadesse, la copertura consente di recuperare una parte più o meno estesa del danno eventualmente subito. Trattandosi di una opzione venduta al cliente dalla

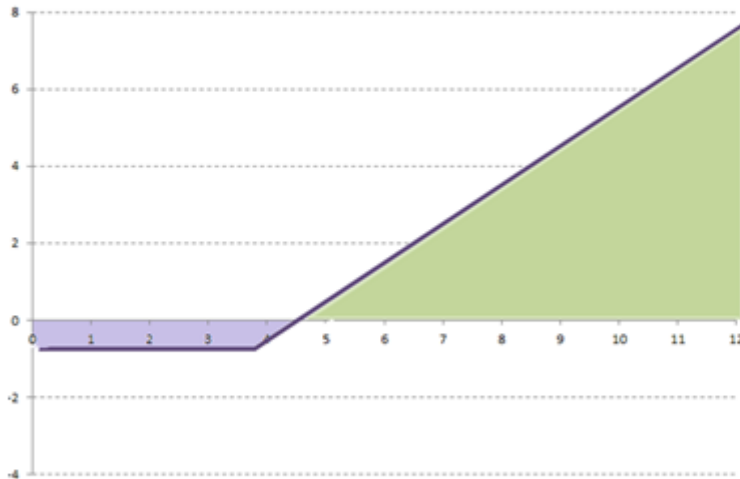
<sup>2</sup> Classificazione confermata nel questionario di profilazione debitamente firmato dal cliente (all.2).

<sup>3</sup> Questa e altre informazioni sono riportate nel c.d. "termsheet", documento contenente "termini e condizioni economiche dell'operazione", sottoscritto dal cliente prima della conclusione del derivato (all.3). Da notare come nel termsheet, la cui firma rappresenta l'ordine impartito alla Banca di effettuare l'operazione alle condizioni riportate, sia stato indicato un costo a carico del Cliente di 0,68%, superiore a quello effettivamente stabilito nella conferma dell'operazione (0,65%). La Banca pertanto, in sede di esecuzione dell'ordine, ha apportato al cliente una miglioria di 3 centesimi rispetto a quanto precedentemente prospettato ed accettato dal Cliente.

<sup>4</sup> Se stipulo una polizza contro il furto dell'auto non spero ovviamente che me la rubino, ma so che in tal caso posso contare su di un indennizzo.



Banca, il profilo di rischio è sbilanciato ai danni di quest'ultima, poiché il cliente conosce a priori l'ammontare massimo del rischio a suo carico (il premio di 0,65% su base annuale pagato trimestralmente) mentre il rischio massimo a carico della Banca è potenzialmente infinito.



Riguardo alla specifica richiesta del quesito di indicare *se si tratti di uno strumento par o non par*, occorre fare una importante premessa.

Porre in essere un'operazione derivata presenta dei costi, particolarmente elevati, che nella prassi di mercato non vengono riconosciuti *cash*, espressamente distinti dall'operazione, ma vengono inclusi nell'operazione, modificandone corrispondentemente le condizioni rispetto ai valori teorici di "equilibrio".

Di riflesso, quindi, il valore iniziale del derivato non è mai "par", in quanto le due gambe presentano uno squilibrio che induce un valore negativo per l'acquirente<sup>3</sup>, espressione del margine di intermediazione che verrà a percepire l'intermediario, lungo il corso dell'intera vita dell'operazione.

Il prezzo par è solo un valore teorico, un benchmark di riferimento, al quale l'intermediario aggiunge – alla stregua di un'ordinaria operazione – i costi del servizio, costituiti appunto dalla copertura del rischio di credito, dagli oneri di intermediazione, dai costi strutturali ed organizzativi, dalla remunerazione del capitale di vigilanza ed infine dal margine di profitto. Lo spread risulterà diverso da intermediario a intermediario, e da cliente a cliente, incorporando inscindibilmente nel derivato un *intuitus personae*, che ne preclude altresì la cessione sul mercato.

Sul mercato finanziario non esistono *free lunch*: nessun operatore riceve, anche per ordinari strumenti finanziari, un prezzo par, inteso come fair value, dove con questo termine si vuol intendere il mid-price o il valore risultante dall'applicazione dei modelli matematici usualmente impiegati dagli operatori di mercato.

<sup>3</sup> Cioè colui che ricerca l'operazione e 'applica' il dealer.



Talvolta si usa impiegare il termine di *'fair market value'* per indicare l'effettivo prezzo praticato fra specifiche controparti del mercato. *'While a standard principle in swap pricing is mid-market pricing, or zero net present value, in practice the net present value of a swap at inception is positive for a dealer. We review the main adjustments dealers make to arrive at a fair market value, including credit risk, profit margins, and liquidity adjustments. The adjustments should rely on sound economic models, and the models should make appropriate risk adjustments to expected losses and expected defaults'*<sup>6</sup>.

L'assenza del contratto di collaterale e la natura diversa degli obblighi contrattuali comporta necessariamente che per la valutazione dei contratti con operatori economici distinti dagli operatori professionali operanti sull'OTC non possano essere usati gli stessi parametri usati per la valutazione di questi ultimi: sussiste una differenza strutturale tra il tasso osservato sul mercato interbancario e quello praticato ad un operatore economico rientrante nella categoria della clientela finale.

Al prezzo praticato al cliente corrisponde fisiologicamente un valore dello swap diverso da zero e negativo, per la presenza dei necessari 'costi impliciti' che, per operazioni complesse, per scadenze protratte nel tempo e per controparti con scarso merito di credito, possono assumere una dimensione non trascurabile. E' la stessa Consob che riconosce nel prezzo praticato dall'intermediario il margine di intermediazione.

Nella comunicazione Consob n. 9019104 del 2 marzo 2009 viene definito il *mark-up*: *'Margine rispetto al fair value, che copre i costi diretti sostenuti dall'intermediario e i suoi profitti'*. Le Linee guida *interassociative dell'ABI, Federcassa e Assosim del 2009, approvate dalla Consob, prevedono un mark-up definito come 'costo sostenuto per la remunerazione commerciale dell'intermediario'*. Nel quaderno Consob n. 63 del 2013 si riporta: *'il prezzo complessivo di un prodotto d'investimento non-equity è dato dalla somma di due componenti: il fair value (o prezzo teorico) e il mark-up, vale a dire il margine di prodotto per l'intermediario'*. Anche il Consiglio di Stato n. 5962/12, nel richiamare la Comunicazione Consob n. 9019104/09, riconosce la legittimità del margine di intermediazione e la sua ricomprensione nel prezzo.

D'altra parte il margine di intermediazione, e quindi il prezzo, è diverso da intermediario e intermediario; come precisato dall'ISDA: *'il prezzo è diverso da banca a banca, da intermediario a intermediario, perché diversa è la struttura d'impresa, diverso è il costo che ogni singola banca può avere nel processo di raccolta'*.

Occorre evitare l'equivoco che conduce a conclusioni fuorvianti. Nei derivati collocati presso la clientela non si ha l'incontro di due opposte e complementari esigenze; queste ultime si collocano esclusivamente nella sfera del cliente, l'intermediario presta un servizio professionale, creando il prodotto derivato *taylor-made*, costruito sulle esigenze dell'operatore: la prestazione richiede una professionalità specifica che solo intermediari attivamente presenti sull'OTC detengono. Su scadenze anche particolarmente protratte nel tempo egli assume rischi, impegna i propri capitali e la propria struttura, fissando, in un libero mercato, prezzo e condizioni delle proprie prestazioni.

<sup>6</sup> M. De Santis, *Demystifying Financial Derivatives: Interest Rate Swaps and Municipal Derivatives.*, NERA Economic Consulting, 2/3/11

<sup>7</sup> International Swaps and Derivatives Association, l'associazione internazionale di categoria in questo ambito, che ricomprende anche, tra gli altri associati, Banche Centrali e Dipartimenti del Tesoro di vari paesi, fra cui il Tesoro Italiano.



Non si può disconoscere la liceità del profitto dell'intermediario, né tanto meno il recupero dei costi che lo stesso viene a subire per porre in essere l'operazione derivata. *'Il primo profilo di gracilità dell'accusa – non l'unico ch'è stato però letale per le imputazioni così come sono strutturate – immediatamente si manifestava allorché le Difese, contestando l'esistenza stessa della 'costante prassi e dell'uniforme condotta di mercato' che vorrebbero i derivati a valore nullo, esigevano di poter provare ch'è vero esattamente il contrario e cioè che, per costante prassi, le banche in genere – cioè non le Banche imputate ma tutte le banche che si occupano in via specialistica di strumenti derivati – strutturano, sì, l'operazione finanziaria con valore neutro all'atto della stipula ma una volta determinato l'equilibrio delle due gambe dello swap, alterano lo strumento derivato, nel senso che lo modificano per comprendervi un margine che recepisca sia i costi sostenuti che il loro compenso di intermediazione (o transazione, se si preferisce). (...) Si tratta di una operazione lecita, che può sorprendere solo il profano mentre è ben conosciuta da chi il mercato lo conosce e lo pratica, che nulla ha a che vedere con la fraudolenta ricerca del profitto ingiusto'.* (C. Appello Penale Milano n. 1937/14, pag. 306).

Dopo i travisamenti e *misunderstanding* indotti da taluni mass media, la legittimità del margine è stata ampiamente ribadita dalla dottrina e dalla giurisprudenza, oltre che dalla Consob. Il riferimento al valore par del derivato - riportato nell'Allegato 3 al Regolamento Consob n. 11522/98, par. 4, parte B, avente una mera funzione didattica, indicativo di un prezzo teorico - ha sollevato non poca confusione.

Viene frequentemente richiamata l'audizione della Consob (dott. M. Terzon) alla VI Commissione Finanza della Camera dei Deputati del 30/10/07 nella quale si riporta: *'Al momento della stipula il valore del derivato deve essere par. L'Allegato 3 al Regolamento Consob n° 11522/98, al paragrafo 4 della parte B, intitolato "Operazioni su strumenti derivati eseguite fuori dai mercati organizzati. Gli Swaps", precisa che "alla stipula del contratto, il valore di un swap è sempre nullo", la somma algebrica attualizzata dei flussi positivi e negativi e del valore delle opzioni scambiate deve essere pari a zero'.* Una tale affermazione va opportunamente completata con quanto riportato in un'analoga audizione della Consob (dott. A. Rosati) alla stessa Commissione del 12/1/05 nella quale si precisa: *'in genere è poi previsto che al prezzo così determinato in via teorica, venga aggiunto da parte del soggetto che ha il contatto con il cliente uno spread quale commissione per la remunerazione del servizio prestato, fissato dalle procedure aziendali'.*

Come precisato anche dal Tribunale di Verona: *'l'indicazione del valore par del derivato, riportata solitamente nel documento sui rischi generali (...) deve essere pertanto riferita al prezzo, distinto dalle commissioni e/o dal margine di intermediazione percepito dall'intermediario'* (Trib. Verona, Pres. Mirenda, Est. Vaccari, 10/12/12; cfr. anche Trib. Verona, M. Vaccari, 25/3/13). Questo aspetto è ripreso più recentemente anche dalla Corte di Appello Penale di Milano che ribadisce come, nella prassi dei mercati internazionali, i contratti di swap 'par' risultano del tutto assenti; la Corte riporta altresì quanto dichiarato dal prof. John Hull<sup>2</sup>, ai cui testi si è formata buona parte della compagine degli esperti in derivati di tutto il mondo: *"... il concetto di uno swap neutro all'origine è solo teorico e viene utilizzato per finalità pedagogiche. Se guardiamo al prezzo denaro e lettera sul mercato in un determinato momento, possiamo ipotizzare che uno swap teorico con un tasso fisso pari al*

<sup>2</sup> John Hull è professore di Derivati e Gestione del Rischio alla Rotman School of Management, Università di Toronto. Noto ricercatore nel campo della finanza quantitativa, è autore di due libri sui derivati, diffusamente impiegati nelle Università e dagli operatori di mercato: 'Options, Futures, and Other Derivatives' e 'Fundamentals of Futures and Options Markets'.



*valore medio tra denaro e lettera abbia un valore pari a zero. Tuttavia uno swap di questo genere non esiste nel mondo reale. Il concetto di uno swap stipulato al valore medio tra denaro e lettera e con un valore pari a zero all'origine è utile per gli studenti in una fase iniziale dell'acquisizione di una conoscenza del mercato. In seguito è necessario permettere agli studenti di acquisire una più completa conoscenza del mercato e dei suoi meccanismi introducendo gli spread denaro lettera ..."*<sup>9</sup>.

Appare un'ovvietà, ed è un'ovvietà: in un libero mercato, senza margine di intermediazione, non vi sarebbe mercato<sup>10</sup>.

Il margine di intermediazione, altrimenti detto *mark-up*, non è pertanto segno di alcuna patologia dell'operazione, risultando del tutto fisiologico, anzi indispensabile per la funzionalità stessa del mercato.

Come precisato, per operazioni similari, dalla Corte d'Appello Penale di Milano: "Quanto agli impropriamente definiti "costi impliciti", essi non erano affatto "occulti" bensì esplicitati e contenuti in parametri contrattuali (com'è prassi in questa tipologia di contratti) ... Nella specie "... trattandosi di un contratto a prestazioni corrispettive con il quale le Banche si sono obbligate a pagare il tasso fisso su un determinato importo nozionale in cambio dell'obbligazione del Comune di pagare il tasso variabile sul medesimo importo (nei limiti di un *Collar*), il prezzo non può che essere dato dai tassi di interesse variabili contrattualmente concordati, a prescindere dal valore che tale contratto derivato possa avere sul mercato..." (C. Appello Penale Milano n. 1937/14)<sup>11</sup>.

Premesso tutto ciò, si riporta di seguito una ricostruzione del valore iniziale dell'operazione contestata, calcolato utilizzando i parametri di mercato conservati nell'archivio elettronico del sistema di pricing utilizzato dalla Banca (il segno è quindi riferito alla posizione della Banca).

<sup>9</sup> Anche l'Unione Province d'Italia - come riporta il dott. R. Angeletti nella sua Relazione al Consiglio di Stato - durante la consultazione relativa al Regolamento del MEF (ottobre 2009) evidenziava: "È necessario chiarire l'aspetto del "Collar" che viene consentito solo a condizione che il relativo valore equo alla data di acquisto risulti non negativo. Ciò è impossibile, perché il *mark to market* di un *Collar* al momento della stipula è sempre negativo a causa della presenza di un costo di negoziazione (margine banca)".

<sup>10</sup> "But in practice, originating and executing a transaction involves costs that must be covered by the dealer that arranges it. If the actual price of a transaction were set so net present value was zero, the dealer would not cover its costs of transacting and of serving more generally as a market maker, nor would it be compensated for the credit risk it takes in a bilateral transaction. It is therefore necessary to adjust the mid-market price to cover various costs and risks of transacting, as well as provide a return to the dealer that makes a market; this is true not only of derivatives but of market making for all financial instruments. The result is that the actual price agreed for the transaction is not the mid-market price, but typically either a bid price if the dealer is paying the fixed rate or an offer price if the dealer is receiving the fixed rate. And because the actual price is the bid or offer price, the net present value to the dealer will be a positive amount and not zero." (by David Mangle, ISDA Head of Research ISDA Research Notes - Issue 3, 2010 2).

<sup>11</sup> In termini analoghi, in una sentenza del tribunale civile di Verona del 10/12/12, *Proc. Miranda, Est. Vaccari* - relativa ad una vertenza avente ad oggetto uno Swap e successiva rimodulazione dell'operazione - si afferma: "Solitamente la banca non assume un rischio di mercato nel momento in cui conclude un contratto con l'impresa cliente, poiché, a fronte di essa, ne conclude una speculazione con un soggetto terzo (generalmente un altro istituto di credito). La banca assume invece un rischio di credito sia nei confronti del cliente sia nei confronti del soggetto con il quale viene stipulato il contratto di segno contrario, diretto a neutralizzare il primo, sebbene il secondo rischio sia di solito inferiore al primo. I predetti profili operativi consentono allora di comprendere come, in ogni operazione di swap, esista un margine lordo implicito a favore della banca, che è costituito, da un lato, dalle condizioni più favorevoli che la stessa spunta sul mercato per concludere il contratto di segno contrario, e, dall'altra, dalla copertura del rischio di credito e dei costi operativi. È evidente, poi, come tale margine lordo di intermediazione non compari, né al momento della conclusione dello swap né durante la sua vigenza, un esborso a favore dell'istituto di credito da parte del cliente ma consista nella differenza tra il valore corrente (c.d. *fair value*) del contratto al momento della sua rilevazione e il *fair value* di analogo contratto stipulato, a condizioni praticate sul mercato, con soggetti terzi. Peraltro è opportuno chiarire che alla stipulazione del contratto il *mark to market* è solo astrattamente nullo mentre di fatto è normalmente positivo per la banca, risentendo del predetto margine lordo (l'indicazione del valore par del derivato, riportata solitamente nel documento sui rischi generali negli investimenti finanziari, in conformità all'Allegato 3 al Regolamento Consob n. 11522 del 1998, paragrafo 4, parte B, deve essere pertanto riferita al prezzo, distinto dalle commissioni e a dal margine di intermediazione percepito dall'intermediario)" (Cfr. anche Tribunale Verona, M- Vaccari, 25/3/13).



Data inizio periodo	Data fine periodo	GG del periodo	Nozionale	Curva forward Euribor3m alla data del 27.06.2011	Stimato tasso a carico Banca (%)	Flussi a carico Banca ((A * b * c) / 36000)	Tassi a carico Cliente (**)	Flussi a carico Cliente ((A * b * e) / 36000)	Differenziali (f - d)	Discount Factor	Differenziali attualizzati (G * H)
		(A)	(B)		(C)	(D)	(E)	(F)	(G)	(H)	
29-giu-11	29-set-11	92	1.700.000,00	1,525%	1,525%	6.625,14	2,175%	944,903	2.623,89	0,9969	2.615,12
29-set-11	29-dic-11	91	1.700.000,00	1,690%	1,690%	7.264,27	2,540%	1.026,747	2.792,19	0,9924	2.774,90
29-dic-11	29-mar-12	91	1.700.000,00	1,781%	1,781%	7.655,28	2,451%	1.044,845	2.792,19	0,9898	2.764,65
29-mar-12	29-giu-12	92	1.700.000,00	1,826%	1,826%	7.324,27	2,476%	1.075,818	2.623,89	0,9859	2.764,11
29-giu-12	29-set-12	91	1.700.000,00	1,874%	1,874%	8.052,91	2,524%	1.064,570	2.792,19	0,9820	2.742,91
29-set-12	31-dic-12	94	1.700.000,00	1,929%	1,929%	8.564,45	2,579%	1.144,978	2.665,25	0,9778	2.621,25
31-dic-12	28-mar-13	87	1.700.000,00	2,019%	2,019%	8.262,95	2,669%	1.096,539	2.670,42	0,9735	2.600,54
28-mar-13	28-giu-13	92	1.700.000,00	2,093%	2,093%	9.094,15	2,745%	1.191,803	2.623,89	0,9694	2.737,57
28-giu-13	30-set-13	94	1.700.000,00	2,216%	2,216%	9.837,06	2,866%	1.272,254	2.665,25	0,9644	2.762,57
30-set-13	30-dic-13	91	1.700.000,00	2,354%	2,354%	10.246,71	3,054%	1.328,921	2.792,19	0,9591	2.679,08
30-dic-13	31-mar-14	91	1.700.000,00	2,551%	2,551%	10.662,12	3,201%	1.575,555	2.792,19	0,9525	2.665,59
31-mar-14	30-giu-14	91	1.700.000,00	2,673%	2,673%	11.466,28	3,329%	1.427,947	2.792,19	0,9476	2.646,97
30-giu-14	29-set-14	91	1.700.000,00	2,789%	2,789%	11.261,50	3,459%	1.477,669	2.792,19	0,9414	2.629,55
29-set-14	29-dic-14	91	1.700.000,00	2,907%	2,907%	12.462,65	3,557%	1.526,665	2.792,19	0,9349	2.611,45
29-dic-14	30-mar-15	91	1.700.000,00	3,042%	3,042%	13.072,59	3,692%	1.566,578	2.792,19	0,9282	2.592,38
30-mar-15	29-giu-15	91	1.700.000,00	3,124%	3,124%	13.424,49	3,774%	1.621,769	2.792,19	0,9212	2.575,54
29-giu-15	29-set-15	92	1.700.000,00	3,220%	3,220%	13.859,54	3,870%	1.681,575	2.623,89	0,9141	2.561,54
29-set-15	29-dic-15	91	1.700.000,00	3,308%	3,308%	14.212,80	3,958%	1.700,679	2.792,19	0,9069	2.555,08
29-dic-15	29-mar-16	91	1.700.000,00	3,409%	3,409%	14.647,36	4,059%	1.744,055	2.792,19	0,8994	2.512,54
29-mar-16	29-giu-16	92	1.700.000,00	3,457%	3,457%	15.020,34	4,107%	1.764,423	2.623,89	0,8919	2.515,64
<b>Totale</b>											<b>33.969,36</b>

(\*) Euribor3m

(\*\*) Come definito nel documento di conferma Euribor3m + spread, con lo spread è pari allo 0,65% su base annua

Data inizio periodo	Data fine periodo	GG del periodo	Nozionale	Curva forward Euribor3m alla data del 27.06.2011	Strike Cap	Valore componente opzionale
		(A)	(B)			
29-giu-11	29-set-11	92	1.700.000,00	1,525%	3,75%	- 0,00
29-set-11	29-dic-11	91	1.700.000,00	1,690%	3,75%	- 0,00
29-dic-11	29-mar-12	91	1.700.000,00	1,781%	3,75%	- 6,19
29-mar-12	29-giu-12	92	1.700.000,00	1,826%	3,75%	- 61,48
29-giu-12	28-set-12	91	1.700.000,00	1,874%	3,75%	- 194,18
28-set-12	31-dic-12	94	1.700.000,00	1,929%	3,75%	- 379,27
31-dic-12	28-mar-13	87	1.700.000,00	2,019%	3,75%	- 626,04
28-mar-13	28-giu-13	92	1.700.000,00	2,093%	3,75%	- 789,75
28-giu-13	30-set-13	94	1.700.000,00	2,216%	3,75%	- 1.100,62
30-set-13	30-dic-13	91	1.700.000,00	2,384%	3,75%	- 1.383,38
30-dic-13	31-mar-14	91	1.700.000,00	2,551%	3,75%	- 1.656,34
31-mar-14	30-giu-14	91	1.700.000,00	2,673%	3,75%	- 1.981,42
30-giu-14	29-set-14	91	1.700.000,00	2,789%	3,75%	- 2.321,90
29-set-14	29-dic-14	91	1.700.000,00	2,907%	3,75%	- 2.601,59
29-dic-14	30-mar-15	91	1.700.000,00	3,042%	3,75%	- 2.884,96
30-mar-15	29-giu-15	91	1.700.000,00	3,124%	3,75%	- 3.116,48
29-giu-15	29-set-15	92	1.700.000,00	3,220%	3,75%	- 3.398,12
29-set-15	29-dic-15	91	1.700.000,00	3,308%	3,75%	- 3.585,67
29-dic-15	29-mar-16	91	1.700.000,00	3,409%	3,75%	- 3.776,52
29-mar-16	29-giu-16	92	1.700.000,00	3,457%	3,75%	- 3.939,59
<b>Totale</b>						<b>- 33.803,51</b>



Il valore netto iniziale era quindi pari a ca. 19.500 euro, corrispondente a ca. 24 centesimi su base annua<sup>22</sup>.

Ad oggi l'operazione ha generato i seguenti flussi:

Date di pagamento	Nozionale	Differenziali
29/09/2011	1,700,000.00	2,823.89
29/12/2011	1,700,000.00	2,793.20
29/03/2012	1,700,000.00	2,793.20
29/06/2012	1,700,000.00	2,823.89
28/09/2012	1,700,000.00	2,793.19
31/12/2012	1,700,000.00	2,885.28
28/03/2013	1,700,000.00	2,670.42
28/06/2013	1,700,000.00	2,823.89
30/09/2013	1,700,000.00	2,885.28
30/12/2013	1,700,000.00	2,793.19
31/03/2014	1,700,000.00	2,793.20
30/06/2014	1,700,000.00	2,793.20
29/09/2014	1,700,000.00	2,793.19
29/12/2014	1,700,000.00	2,793.20
30/03/2015	1,700,000.00	2,793.20
29/06/2015	1,700,000.00	2,793.20
29/09/2015	1,700,000.00	2,823.89
29/12/2015	1,700,000.00	2,793.20
29/03/2016	1,700,000.00	2,793.20
<b>Totale</b>		<b>53,254.91</b>

cui va ad aggiungersi l'ultimo regolamento, in programma in questi giorni, pari ad euro 2.823,89.

Tutti i differenziali rappresentano unicamente il pagamento del premio relativo all'opzione acquistata.

Chi scrive non è in grado di confermare se a tali cifre siano corrisposti degli effettivi addebiti ovvero se i singoli regolamenti, per motivi vari, non siano andati a buon fine.

IL CASO.it

Roma, 28.06.2016

**Il Consulente di parte BNL**

**Roberto Antolini**

<sup>22</sup> La modesta differenza tra i tassi forward indicati nel term sheet e quelli presenti in queste tabelle è dovuta alla diversa data di elaborazione (24/6/11 vs 27/6/11)



**Valutazioni circa le osservazioni preliminari**

Nel corso dello svolgimento dell'analisi vera e propria del prodotto derivato, in risposta al Quesito del Sig. Giudice, lo scrivente affronterà con approfondimento tecnico le osservazioni poste dal Dott. Antolini.

In estrema sintesi, verrà affrontata la correlazione tra lo strumento di copertura e le facilitazioni di credito di pari importo, così come la valutazione circa la nozione di par e non par.

Appare anche in atti il modulo di profilazione c.d. MIFID che attesta la qualifica professionale del sottoscrittore il prodotto derivato, ovvero l'espresso perimetro dei derivati over the counter che il cliente così censito poteva stipulare.

Per quanto attiene alle ulteriori tematiche affrontate nell'elaborato preliminare di parte, lo stesso è supportato da documentazione, la Centrale dei Rischi, che il CTU non ha rilevato tra la documentazione in atti. La deliberazione ex art. 210 codice di procedura civile è estremamente circoscritta alla sola documentazione che avesse il tenore di una curva tassi forward, come direttamente indicata dal Quesito.

Per queste ragioni il CTU si deve astenere dall'esaminare la documentazione prodotta in allegato alle osservazioni preliminari, come deve astenersi dal rispondere alle stesse osservazioni quando basate su documenti prodotti irrualmente ovvero non depositati in atti.



**4.2 Osservazioni di parte convenuta opposta alla bozza di CTU**

Nei termini assegnati il c.t. di parte convenuta, dottore Roberto Antolini, faceva pervenire nota di osservazioni alla C.T.U. che qui si richiama integralmente.

Il consulente di parte avanzava:

***vedi documento nelle pagine a seguire***

IL CASO.it



**TRIBUNALE DI MONZA**

Prima Sezione Civile

(procedimento RG 2277 del 2014)

\*\*\*

Causa civile promossa da

R.E.M. S.p.A.

contro

BANCA NAZIONALE DEL LAVORO S.p.A

Osservazioni alla Bozza di Relazione Peritale di

Consulenza Tecnica di Ufficio - Dott. Daniele Tombesi

Si riportano di seguito le osservazioni di parte BNL, che per praticità saranno riferite direttamente ai contenuti dei punti finali di risposta al quesito.

5.1) Il prodotto rientra necessariamente nell'ambito della negoziazione in conto proprio. Qualora fosse stato acquistato da terzi e commercializzato presso la propria clientela, allora la controparte del cliente non sarebbe BNL ma il soggetto terzo. Anche qualora (sebbene non sia questo il caso) la banca avesse provveduto ad effettuare con un soggetto terzo una operazione di segno opposto, resteremmo comunque nell'ambito della negoziazione in conto proprio in quanto BNL sarebbe la controparte sia del cliente che del soggetto terzo, restando esposta a tutti i rischi nei confronti di entrambi, eccetto il rischio di mercato che sarebbe stato neutralizzato. Si invita il CTU a fare una riflessione su quanto sopra e, se condivide l'osservazione, modificare il tenore della risposta.

5.3) Il parametro euribor a 3 mesi è il principale riferimento finanziario nell'ambito dei tassi d'interesse a breve termine. Ogni operazione finanziaria che preveda una revisione periodica del tasso non potrà che veder riflessa in qualche misura su quest'ultimo, in sede di revisione, ogni variazione nel frattempo intervenuta nel parametro euribor a 3 mesi. Si prende comunque atto della oggettiva difficoltà del CTU ad identificare, sulla base della documentazione in atti, la tipologia di tasso formalmente applicato alle facilitazioni concesse. Per quanto riguarda la scadenza, non deve sorprendere che la durata temporale non sia coincidente, trattandosi di facilitazione creditizia a breve termine. Un soggetto indebitato nel breve termine, la cui posizione debitoria, come nel caso in questione, è destinata a perdurare nel tempo in quanto strutturale al funzionamento della propria attività economica, è evidentemente esposto al rischio di assistere, nel tempo, ad un peggioramento del livello dei tassi cui è parametrata la propria posizione debitoria strutturale, trovando condizioni peggiorative via via che la posizione debitoria viene ad essere



“rinnovata” (o più propriamente “roll-overata”, termine tecnico per la verità un po’ gergale). Proprio per fronteggiare questo tipo di rischio è opportuno che le operazioni di copertura abbiano un orizzonte temporale ben più esteso rispetto alla scadenza dei debiti, tipicamente di durata pluriennale. Si invita il CTU ad evidenziare entrambi questi aspetti in sede di conclusioni finali.

5.4) Sebbene nel corpo della relazione il concetto espresso sia molto chiaro, la frase sintetica di riepilogo finale può dar adito a interpretazioni non univoche. Si richiede pertanto al CTU di voler specificare meglio, anche in sede di conclusioni, che l’operazione non rientra nell’ambito dei prodotti speculativi.

5.5) Si ritiene che vada specificato che il valore riportato dal CTU è il frutto di una valutazione basata su elementi in parte soggettivi, come la stima della volatilità impiegata per prezzare la componente opzionale. Confrontando i valori proposti dal CTU con quelli indicati da BNL si può facilmente notare come la differenza sia in effetti attribuibile essenzialmente alla valutazione della componente opzionale. La specifica che si tratta di una stima è ritenuta opportuna onde evitare che possa insorgere nel Sig. Giudice l’errato convincimento che si tratta di un valore certo. Analoga specifica andrebbe riportata anche al punto 5.8). Per questi motivi si invita il CTU a esplicitare in entrambi i punti che i valori indicati non vadano intesi come valori certi ma rappresentino delle stime.

IL CASO.it  
Roma, 26 settembre 2016

Il CT di parte BNL

Roberto Antolini



**4.3 Osservazioni della parte attrice opponente alla bozza di CTU**

Nei termini assegnati il c.t. di parte attrice, dottore Fulvio Stefanelli, inviava nota di osservazioni alla C.T.U. che qui si richiama integralmente.

Il consulente di parte avanzava:

***vedi documento nelle pagine a seguire***

IL CASO.it



**Fulvio Stefanelli**

Perito tecnico contabile in materia bancaria  
Via Tignano, 42/4 - 40037 Sasso Marconi (BO)  
Tel. 366/4450619

Email [fulviostefanelli@alice.it](mailto:fulviostefanelli@alice.it)  
Pec [fulviostefanelli@pec-legal.it](mailto:fulviostefanelli@pec-legal.it)

**OSSERVAZIONI ALLA BOZZA C.T.U. Causa n° 2277/2015 R.G. Tribunale di Monza  
Sez. I Civ. R.E.M. S.p.A. / Banca Nazionale del Lavoro S.p.A.**

Dopo attenta e approfondita lettura della bozza C.T.U. relativa alla causa n° 2277/2015 R.G. Tribunale di Monza Sez. I Civ. promossa da R.E.M. S.p.A. contro Banca Nazionale del Lavoro S.p.A., inviata a mezzo pec in data 05/09/2016 e ricevuta dallo scrivente nella medesima data, sono ad esprimere le osservazioni qui di seguito dettagliate.

- ❖ Con riferimento alla natura del contratto derivato, dissento dal definire lo stesso quale prodotto che abbia rappresentato per la società R.E.M. S.p.A. una funzione meramente assicurativa o di copertura dal rischio di rialzo dei tassi di interesse.

La definizione di *derivato di copertura* non è rinvenibile né nel Codice civile, né nella prassi contabile cioè nei principi contabili nazionali. È necessario quindi far riferimento alla Circolare n.166 del 1992 della Banca d'Italia la quale, nel paragrafo 5.9, stabilisce che si definiscono di *copertura* le operazioni "effettuate... con lo scopo di proteggere dal rischio di avverse variazioni dei tassi di interesse, dei tassi di cambio o dei prezzi di mercato il valore di singole attività o passività in bilancio o "fuori bilancio" o di insiemi di attività o di passività ... quando:

- a) vi sia l'intento dell'ente di porre in essere la copertura;  
b) sia elevata la correlazione tra le caratteristiche tecnico-finanziarie (scadenza, tasso di interesse eccetera) delle attività/passività coperte e quelle del contratto di copertura;  
c) le condizioni sub a) e b) risultino documentate da evidenze interne".

Qualora manchi solo una delle condizioni enunciate, l'operazione non è definibile di copertura ma di speculazione.

I tre requisiti indicati dalla Circolare sono volti ad evitare la discrezionalità nel definire un'operazione come di copertura dati i riflessi di tale scelta sul risultato d'esercizio.

Lo IAS 39, applicabile a tutte le imprese in seguito al recepimento nel 2003 della Direttiva 2001/65/CE detta "Direttiva fair value", stabilisce che l'impresa deve effettuare una documentazione formale che attesta la relazione di copertura e che identifica lo specifico strumento di copertura, la natura del rischio coperto e l'indicazione di come l'impresa valuterà l'efficacia dello strumento di copertura. Successivamente, attraverso un test retrospettivo, l'impresa dovrà valutare l'efficacia della copertura che verrà meno se il rapporto tra le variazioni di valore dello strumento di copertura e le variazioni dello strumento coperto non è compreso tra l'80% ed il 125%.

Dal punto di vista tecnico, uno swap sui tassi d'interesse è di copertura quando:



**Fulvio Stefanelli**

Perito tecnico contabile in materia bancaria  
Via Tignano, 42/4 - 40037 Sasso Marconi (BO)  
Tel. 366/4450619

Email [fulviostefanelli@alice.it](mailto:fulviostefanelli@alice.it)  
Pec [fulviostefanelli@pec-legal.it](mailto:fulviostefanelli@pec-legal.it)

- 1) il nozionale del derivato non è superiore all'importo del debito che si vuole coprire e dovrà seguire il piano di rimborso del mutuo; infatti, se il differenziale dell'interest rate swap viene calcolato su un nozionale non omogeneo rispetto a quello del finanziamento, il risultato ottenuto non è in grado di "neutralizzare" gli effetti prodotti dall'operazione principale, e quindi non può essere uno strumento di copertura;
- 2) la scadenza del derivato non eccede quella del debito coperto ma è simile;
- 3) il tasso dello swap è il medesimo o statisticamente correlato a quello del debito della società.

La distinzione tra le finalità (di copertura oppure speculativa) perseguibili con la conclusione di contratti derivati trova un riscontro normativo nell'ormai abrogato reg. n. 11522/1998. Qui si prevedeva, ad esempio, che nel caso di gestione di portafogli il contratto con gli investitori dovesse, «con riguardo agli strumenti finanziari derivati, indicare se detti strumenti possono essere utilizzati per finalità diverse da quella di copertura dei rischi connessi alle posizioni detenute in gestione» (art.37, comma 1, lett.c), reg. n. 11522/1998.

Il guadagno o la perdita che può derivare da un contratto derivato è potenzialmente molto elevato. Correttamente la Consob osserva che «gli strumenti finanziari derivati sono caratterizzati da una rischiosità molto elevata il cui apprezzamento da parte dell'investitore è ostacolato dalla loro complessità» (in questo senso l'allegato n. 3 al reg. n.11522 del 1998). L'allegato continua specificando che «è quindi necessario che l'investitore concluda un'operazione avente ad oggetto tali strumenti solo dopo averne compreso la natura e il grado di esposizione al rischio che essa comporta».

Sebbene la Consob confermi la distinzione tra derivati di «copertura» e «speculativi», sembra fare ciò in ragione di caratteri non tanto funzionali bensì strutturali. Rileva in particolare la precisazione che il contratto è qualificabile in termini di *interest rate swap* di copertura quando il nozionale è corrispondente alla provvista del rapporto sottostante e quando la struttura del derivato presenta una «elevata correlazione (con) le caratteristiche tecnico-finanziarie (scadenza, tasso di interesse, tipologia) dell'oggetto della copertura». Più che indicazioni utili al fine di distinguere tra due tipologie di operazioni, sembra essere delineato l'ambito oggettivo di validità delle medesime operazioni.

La limitazione del nozionale, sotto il profilo del *quantum*, alla entità della provvista e l'obbligo di strutturazione dello strumento finanziario secondo parametri precisamente individuati segnano, in altre parole, i confini della azione dell'intermediario e sono altresì idonei a contingentare le perdite, che restano comunque incerte, cui sarebbe esposto il cliente nell'ipotesi nella quale non andasse a buon fine la copertura a causa dell'andamento sul mercato dei tassi variabili, sì da atteggiarsi a presidio della relativa meritevolezza.





**Fulvio Stefanelli**

Perito tecnico contabile in materia bancaria  
Via Tignano, 42/4 - 40037 Sasso Marconi (BO)  
Tel. 366/4450619

Email [fulviostefanelli@alice.it](mailto:fulviostefanelli@alice.it)  
Pec [fulviostefanelli@pec-legal.it](mailto:fulviostefanelli@pec-legal.it)

A questa stregua, la partizione tra *swaps* c.dd. «*speculativi*» e c.dd. «*di copertura*» individua, non tanto la tipologia del rischio assunto, quanto la dimensione di esso che la specifica struttura dei contratti pone a carico di ciascuna delle parti: anche lo *swap* «*di copertura*» stipulato dal cliente ha finalità speculativa; il conflitto di interessi non controllabile, come più sopra osservato, a mezzo di regole finalizzate alla repressione dell'abuso, è neutralizzato, incidendo sul contenuto (non qualitativo, bensì) quantitativo della negoziazione.

Ricapitolando, in via generale, non sembra che vi sia mai una distinguibilità qualitativa del rischio, utile sul piano della qualificazione. È invece certamente rilevante il profilo della sua gestione. L'ampia discrezionalità lasciata alle parti nella strutturazione degli *interest rate swap* cosiddetti «*speculativi*» presuppone infatti la capacità di entrambe di gestire il rischio; i requisiti strutturali di quelli cosiddetti «*di copertura*», invece, bene si prestano a renderli idonei a divenire oggetto di contrattazione anche tra chi è professionista e chi professionista non è.

Alla luce di quanto sopra esposto, preme sottolineare come l'importo del debito sottostante il contratto derivato in essere a quel tempo tra la R.E.M. S.p.A. e Banca Nazionale del Lavoro S.p.A. era innanzitutto relativo a linee di credito a breve termine e per di più con scadenza a revoca: apertura di credito in conto corrente ordinario e apertura di credito per anticipo fatture relative alla vendita di un impianto fotovoltaico di grandi dimensioni. Non vi era pertanto alcuna attesa di «*reiterazione o rinnovo*» dell'anticipo fatture mediante la presentazione di nuove fatture per nuovi impianti, che in effetti non sono stati mai costruiti tra il 2012 e il 2014; Banca Nazionale del Lavoro S.p.A. era ben a conoscenza che il debito sottostante il contratto derivato in oggetto si sarebbe estinto - come poi effettivamente è stato - entro pochi mesi.

Infatti, per quanto concerne il rimborso dell'anticipo fatture di euro 1.700.000,00:

- ✓ quanto alla somma di euro 1.500.000,00 (anticipati da Banca Nazionale del Lavoro S.p.A. in due tranches rispettivamente di euro 1.216.000,00 il 30 Giugno 2011 la prima e di euro 284.000,00 il 29 Agosto 2011 la seconda) sono stati restituiti in data 3 Febbraio 2012; nei mesi successivi Banca Nazionale del Lavoro S.p.A. ha ridotto l'affidamento consentendo l'anticipo di nuove fatture fino alla concorrenza dell'importo di euro 500.000,00. L'esposizione del conto corrente si è chiusa definitivamente con il rimborso degli anticipi fatture a fine Novembre 2012 ed il pagamento degli interessi residui a fine Dicembre 2012
- ✓ quanto alla somma di euro 200.000,00 (erogati da BNL 28 Giugno 2011) sono stati restituiti in data 10 Febbraio 2012

E' quanto mai evidente che, nel caso di specie, l'affermazione che gli anticipi fatture sono di solito una linea di credito di breve termine che viene «*estesa*» nel medio lungo periodo mediante «*rinnovi*», non corrisponde a verità.



**Fulvio Stefanelli**

Perito tecnico contabile in materia bancaria  
Via Tignano, 42/4 - 40037 Sasso Marconi (BO)  
Tel. 366/4450619

Email [fulviostefanelli@alice.it](mailto:fulviostefanelli@alice.it)  
Pec [fulviostefanelli@pec-legal.it](mailto:fulviostefanelli@pec-legal.it)

In conclusione, quindi, la correlazione tra il prodotto derivato e il debito sottostante esiste, ed è riferita esattamente ed esclusivamente alla linea di credito a breve termine dell'importo complessivo di euro 1.700.000,00 concessa da Banca Nazionale del Lavoro S.p.A. di cui ampiamente trattato nel paragrafo precedente.

Come si evince anche dal bilancio ufficiale al 31/12/2011, la società R.E.M. S.p.A., al momento della sottoscrizione del contratto derivato in oggetto, non aveva in essere con il sistema bancario altri finanziamenti con scadenza a medio lungo termine (i mutui sono stati accessi nel corso del dicembre 2011, ben sei mesi dopo la stipula del contratto derivato), ma aveva in essere solo ed esclusivamente altre linee di credito a breve termine (con forma tecnica anticipo fatture), peraltro trattate a condizioni nettamente migliori di quelle applicate da Banca Nazionale del Lavoro S.p.A. e comunque tutte estinte nel corso del 2012 (fatta eccezione per il debito in essere con Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.a.).

**I** Alla luce di quanto fin qui esposto ritengo che il contratto derivato oggetto di disamina non è definibile "di copertura" ma "di speculazione" in quanto non abbia soddisfatto tutti e tre i requisiti indicati dalla Circolare n.166 del 1992 della Banca d'Italia volti, appunto, ad evitare la discrezionalità nel definire un'operazione come di copertura dati i riflessi di tale scelta sul risultato d'esercizio.

❖ **Con riferimento al mancato riscontro di superamento del tasso soglia nei conti correnti analizzati, ritengo opportuno effettuare alcune precisazioni.**

Il quesito formulato cita testualmente: *"inoltre, previa applicazione della medesima formula utilizzata pro tempore dalla Banca d'Italia, verifichi l'eventuale superamento del tasso soglia antiusura nel corso dei trimestri allegati nella perizia prodotta dall'attrice al documento n. 8, da cui sembrerebbe evincersi che, al lordo della capitalizzazione trimestrale degli interessi passivi ed utilizzando la medesima formula della Banca d'Italia, il tasso soglia sarebbe stato superato in un unico trimestre relativamente al conto n. 2585 ed in ben tre trimestri relativamente al conto n. 282412; determini, solo in caso di effettivo superamento nel corso del rapporto, l'ammontare della somma indebitamente addebitata in eccedenza alla cliente rispetto al tasso soglia rispettivamente applicabile".*

Il C.T.U. pertanto, si è attenuto al calcolo del tasso effettivamente applicato sui conti correnti applicando il criterio vigente come indicato dalla Banca d'Italia, così come richiesto espressamente nello stesso quesito.

Ritengo assolutamente necessario dissentire proprio sulle stesse fondamentali normative (fonti normative e metodologie) sulle quali è stato basato il quesito stesso, ovvero:

- la Legge 108/96



**Fulvio Stefanelli**

Perito tecnico contabile in materia bancaria  
Via Tignano, 42/4 - 40037 Sasso Marconi (BO)  
Tel. 366/4450619

Email [fulviostefanelli@alice.it](mailto:fulviostefanelli@alice.it)

Pec [fulviostefanelli@pec-legal.it](mailto:fulviostefanelli@pec-legal.it)

- le rilevazioni e pubblicazione del TEGM trimestrale
- le istruzioni di Banca d'Italia.

Certamente non è in discussione né la Legge 108/96, né tantomeno i tassi soglia e TEGM che il Ministero dell'Economia e delle Finanze pubblicano trimestralmente in Gazzetta Ufficiale sentiti la Banca d'Italia e l'U.I.C.

Per quanto riguarda le istruzioni di Banca d'Italia appare poco condivisibile il supporto normativo che ne legittima l'utilizzo.

Già a fine 2011 la Corte di Cassazione Sez. II Penale con la sentenza n. 46669 del 19/12/2011 toglieva ogni fondamento normativo alle istruzioni di Banca d'Italia. Testualmente: "Le circolari e le istruzioni della Banca d'Italia non rappresentano una fonte di diritti ed obblighi e nella ipotesi in cui gli istituti bancari si conformino ad una erronea interpretazione fornita dalla Banca d'Italia in una circolare, non può essere esclusa la sussistenza del reato sotto il profilo dell'elemento oggettivo".

Precedentemente sull'argomento la Corte di Cassazione si era espressa anche con le sentenze: Corte di Cassazione n. 11772 del 6/8/2002 Corte di Cassazione n. 870 del 8/1/2006. Sull'argomento ricordo che non esiste una formula prevista dalla Legge e le circolari della Banca d'Italia (9 versioni dall'uscita della norma ad oggi) sono state spesso contraddittorie e considerate non corrette da una nutrita giurisprudenza.

La formula corretta da applicare per il calcolo del TEG da parte dei professionisti e delle associazioni a tutela dei servizi bancari, postali, finanziari, assicurativi, consumatori ed utenti tutti deve essere aderente a quanto espresso sin ora, ovvero alla Direttiva del Consiglio Europeo 90/88/CEE che indica come TEG la seguente formula:

$$\text{TEG} = \frac{\text{Costo totale} \times 100}{\text{Credito concesso}} : N$$

dove *N* rappresenta il periodo di ammortamento espresso in anni.

Al contrario la formula espressa dalla Banca d'Italia non adempie al "costo totale del credito" ma fornisce indicazioni diverse. Ecco gli errori:

- ✓ le Commissioni di Massimo Scoperto sono indicate insieme agli oneri, quando in realtà fino all'entrata in vigore della L. 2/2009 si comportavano non come spese fisse (di Messa a Disposizione Fondi) ma come oneri applicati ai flussi a debito che eccedevano i parametri contrattuali. In pratica come fossero interessi più che spese.
- ✓ gli oneri vengono moltiplicati per 100 quando in realtà vengono addebitati periodicamente quasi tutti mentre *una tantum* sono solo le spese di apertura degli



**Fulvio Stefanelli**

*Perito tecnico contabile in materia bancaria*

*Via Tignano, 42/4 - 40037 Sasso Marconi (BO)*

*Tel. 366/4450619*

*Email [fulviostefanelli@alice.it](mailto:fulviostefanelli@alice.it)*

*Pec [fulviostefanelli@pec-legal.it](mailto:fulviostefanelli@pec-legal.it)*

affidamenti. Commissioni di Massimo Scoperto e Commissioni di Messa a Disposizione Fondi invece hanno addebiti trimestrali.

- ✓ suddividere poi gli oneri sull'accordato è un errore in quanto le banche spesso applicano maggiori oneri per gli sconfini proprio dal valore accordato
- ✓ il valore del credito accordato non tiene conto dei fidi provvisori a volte nemmeno contrattualizzati e non parametrando il costo al finanziamento effettivamente utilizzato ma bensì al potenziale utilizzo si crea un informazione errata circa il costo totale del credito.

Per tali ragioni si ritiene debba essere utilizzata la seguente formula quale TEG da confrontare al TEGM per la verifica del superamento della soglia di usura:

$$\text{IL TEG} = \left\{ \frac{\left( \frac{\text{Competenze} \times 365}{\text{Numeri}} \right)^4}{1 + \frac{\text{CASA}}{4}} - 1 \right\} \% . \text{it}$$

La presente formula, desunta da quella del TAEG è senza dubbio la più corretta per la verifica del costo del debito in quanto tiene conto dell'andamento trimestrale e del reale costo del finanziamento rapportato al credito utilizzato effettivamente.

La Corte di Cassazione penale, sez. II, nel processo che ha portato alla sentenza n. 262 del 19/2/2010 ha richiesto al CTU quattro diverse metodologie di calcolo:

- 1) che includeva le Commissioni di Massimo Scoperto nel calcolo del tasso ai fini dell'usura e utilizzava (anche se denominandolo TEG) la formulazione propria del TAEG;
- 2) che non includeva le Commissioni di Massimo Scoperto, ma nemmeno usava la formulazione della Banca d'Italia;
- 3) che utilizzava la formulazione della Banca d'Italia, ma senza includere le Commissioni di Massimo Scoperto
- 4) che utilizzava la formulazione della Banca d'Italia e includeva le Commissioni di Massimo Scoperto come da Bollettino di Vigilanza del 2/12/2005.

Il risultato fu che nei primi due casi fu accertata in alcuni trimestri usura, mentre per le metodologie 3 e 4 non fu accertata usura. La sentenza tenne in considerazione la prima metodologia dichiarando l'esistenza di usura nei trimestri ove fu accertata dal CTU.



**Fulvio Stefanelli**

**Perito tecnico contabile in materia bancaria**  
**Via Tignano, 42/4 - 40037 Sasso Marconi (BO)**  
**Tel. 366/4450619**

**Email [fulviostefanelli@alice.it](mailto:fulviostefanelli@alice.it)**  
**Pec [fulviostefanelli@pec-legal.it](mailto:fulviostefanelli@pec-legal.it)**

La valutazione dell'usura effettuata attraverso una formula che tenga conto del reale costo del credito deve necessariamente riportare gli oneri richiesti dalla banca all'andamento espresso dai numeri e non dal credito accordato. Il credito accordato indica il limite entro il quale il correntista può utilizzare i fondi messi a disposizione dalla Banca e non il credito utilizzato realmente.

Per tali ragioni è indubbio che tutta la ricostruzione effettuata è viziata in partenza dall'utilizzo di una formula non prevista da alcuna legge e decisamente lontana dalla formula europea che in sostanza è nel testo normativo aderente alla Legge 108/96.

Sasso Marconi, 27 settembre 2016

Fulvio Stefanelli  
IL CASO.it

Si allega sentenza n. 46669 del 19/12/2011 Corte di Cassazione Sez. II Penale.

\* \* \*

XXXVI



5) RISPOSTA AL QUESITO

**Premesse di carattere generale**

DEI CONTRATTI DERIVATI E DEL PARTICOLARE CONTRATTO INTEREST RATE SWAP

Desidero adottare un approccio che permetta di semplificare e rendere comprensibile una categoria di prodotti finanziari molto complessi e particolarmente ampia. Ritengo in ogni caso che una trattazione completa ed esaustiva costituirebbe uno sforzo fuorviante rispetto alle finalità insite in una consulenza tecnica di ufficio che dovrà in ogni caso fornire occasionalmente annotazioni incidentali che possano inquadrare le fattispecie in esame e possa definire le nozioni tecniche indispensabili per redigere, ma soprattutto rendere pienamente fruibile, l'elaborato peritale.

DEFINIZIONE DI PRODOTTO FINANZIARIO DERIVATO

La caratteristica principale di un prodotto finanziario derivato è che il suo valore deriva, come evincibile dal nome, dal valore di un bene sottostante. Il bene sottostante può essere di qualsiasi natura. Può essere in relazione ad un bene fisico reale come il prezzo delle pancette di maiale negli Stati Uniti, un tasso di interesse oppure il prezzo del riso primo raccolto in Thailandia, può essere un indice di borsa come un tasso di cambio tra valute, un prezzo azionario, futures o altro indicatore finanziario. Il valore del bene sottostante è quanto mai variabile, ma comunque sufficientemente ininfluenza di per sé purché sia ben



identificato e possa essere identificabile senza fraintendimenti; questi valori vengono strutturati attraverso la congiunta combinazione di operazioni elementari che possono corrispondere a negozi a pronti, negozi a termine, diritti soggettivi attribuiti ai contraenti e facoltà opzionali esercitabili dai medesimi e combinati in modi eterogenei risultando in diverse tipologie di contratti con caratteristiche le più disparate. Del tutto superfluo identificare la pletora di ibridi in cui è possibile strutturare tutti questi negozi, meglio attenersi e sviscerare la vicenda processuale che attiene ad una specifica tipologia di contratti derivati, l'intrest rate swap, in breve IRS che permette ai contraenti di scambiarsi i flussi monetari corrispondenti agli interessi maturati sulla base di tipologie diverse di tasso e derivanti per un certo periodo di tempo e riferiti ad un importo negoziale prestabilito ma non scambiato, con l'aggiunta di una componente strutturata denominata Cap Sell Dilazionato.

La sottoscrizione di un prodotto derivato è solitamente preceduta da un altro rapporto che è intercorso tra le parti per effetto del quale solitamente vi è una posizione debitoria di uno dei soggetti nel confronto dell'altro, o di un altro.

Le tre funzioni di impiego dei contratti derivati sono di copertura (hedging), speculativi (trading) o di arbitraggio. Tralasciando la funzione di arbitraggio che sfrutta i potenziali della matematica finanziaria avanzata per scovare piccolissime variazioni di prezzo su molteplici mercati alla ricerca di profitto, prestiamo attenzione soprattutto alla copertura. Per lo scopo di questa analisi peritale la speculazione è da porre in secondo piano poiché non si



stipulano intenzionalmente con i propri clienti contratti derivati con lo scopo di speculare a danno del sottoscrittore.

L'ambito speculativo si manifesta solo nel caso in cui, di comune accordo e con opposte aspettative i contraenti desiderino rappresentarsi una reciproca ed opposta scommessa.

Per maggiore chiarezza, lo strumento speculativo determina un rischio complessivo non inferiore a quello iniziale mentre il contratto di copertura deve avere un rischio finale ridotto rispetto a quello iniziale. Questo è matematicamente attuabile senza particolari difficoltà. Questo nesso si chiama rapporto di correlazione che valuta la corrispondenza tra l'entità del rischio e il dimensionamento del derivato. Quando non vi è coerenza tra le due quantità ci troviamo di fronte ad un contratto speculativo mentre in copertura quando la correlazione è proporzionale.

L'oggettiva funzione di copertura va valutata nel rispetto della congruità della correlazione delle caratteristiche proprie dello strumento derivato sottoscritto e il suo sottostante. Se anche inconsapevolmente per una delle due parti sottoscrittrici il contratto si sproporzionasse, il rapporto sconfinerebbe in terreno speculativo. La scissione tra derivato di copertura e derivato speculativo deve essere, anche in ambito giuridico, nettissima. Deve essere rispettata la connotazione di aspettativa pratica illustrata in sede di sottoscrizione. Il concetto di congruità verrà ulteriormente analizzato poiché fondamentale per le valutazioni dell'opportunità o meno della sottoscrizione.

Di importante menzione vi è la casistica in cui la finalità del contratto si rivela essere un ibrido. Nel dettaglio si definisce ibrido un contratto che pur con connotazione teorica





di copertura, nella pratica lo risulta solo parzialmente. Succede in quei casi in cui la situazione pregressa che si intende coprire e le clausole contrattuali non siano perfettamente sovrapponibili come nei casi di scarsa congruenza temporale o quantitativa. Si tratta di derivati che garantendo garanzie solo parziali per importo o per tempo, in via residuale possono risultare speculativi.

I contratti derivati ricadono per tipologia in tre categorie a seconda dello strumento scelto per stipularli; si passa dai futures e forwards, agli swaps fino alle options. Per quanto attiene a questo caso di specie analizzeremo una tipologia di swap - peraltro di gran lunga la tipologia contrattuale più stipulata nel nostro paese. Più specificamente vedremo nel dettaglio il funzionamento, anche teorico, dei prodotti derivati che appartengono alla categoria degli swap che dall'inglese si traduce scambio ma anche baratto, nel caso nostro scambio o baratto di tassi di interesse.

Gli interest rate swap con l'acronimo IRS, di cui il Cap Sell Dilazionato oggetto di causa fa parte, sono sostanzialmente degli scambi o dei baratti in cui le parti si accordano per scambiarsi o barattare i pagamenti periodici di interessi. Questi vengono calcolati sullo stesso importo -che non è mai oggetto di scambio- denominato capitale nozionale di riferimento o semplicemente nozionale. Questa valutazione avviene, e deve essere tutto normato in contratto, a scadenze prestabilite, per una durata predeterminata -in anni interi- con una nota data di inizio e data di termine detta maturity o termination date. Il nozionale rimane sempre fisso e sono solo le cosiddette gambe a determinare i flussi. La gamba fissa è basata sul tasso fisso mentre la gamba variabile è indicizzata ad un tasso variabile.



Si denomina -plain vanilla- un contratto derivato interest rate swap di basilare semplicità la cui struttura matematica si sviluppa in ambito aritmetico.

Nel plain vanilla una parte si impegna a pagare a predeterminate scadenze (annuali, semestrali o trimestrali) con riferimento ad un immutabile capitale nozionale un interesse commisurato ad un determinato tasso fisso (la gamba fissa) e l'altra si impegna a pagare alle stesse scadenze e sullo stesso nozionale un interesse rilevato ad un predefinito tasso variabile quale per esempio Euribor 3, 6 o 12 mesi.

*Il nozionale non viene mai scambiato ma serve come parametro per il calcolo dei rispettivi pagamenti dovuti. Si compensa quindi si liquida la sola differenza in favore della parte avente maggiore consistenza del proprio flusso di pagamento.*

Stabilito quindi che in via generale un IRS permette ai contraenti lo scambio o baratto dei flussi monetari dei differenziali rispetto ai propri tassi di interessi, è possibile alterare in tutto od in parte il mero scambio dei flussi dei differenziali.

Con maggiore dettaglio, in particolare gli Interest Rate Swap (IRS) consistono nello scambio di flussi di interessi tra le due parti contraenti rispetto al medesimo capitale di riferimento, il già citato nozionale, a delle scadenze prefissate. Semplificando, può accadere che un soggetto abbia contratto un mutuo a tasso variabile e voglia cautelarsi nell'ipotesi in cui i tassi aumentino, determinando anche un aumento delle proprie rate relative al rapporto di mutuo. Tale



soggetto ha quindi interesse a mutare la propria posizione debitoria a tasso fisso, anziché variabile e cercherà quindi una controparte con esigenze opposte. Alle date previste dal contratto le parti si scambiano solo il differenziale degli interessi, rapportato al capitale di riferimento. Nelle ipotesi più semplici il contratto di IRS (Plain vanilla) può essere così strutturato: si prevede che la società cliente si impegna a pagare un tasso fisso, ad esempio del 3,00% e la Banca si impegna a pagare un tasso variabile, ad esempio Euribor 6 mesi. In questo modo l'azienda si immunizza dal rischio che il tasso Euribor 6 mesi salga a livelli molto alti. Ad esempio se il tasso Euribor 6 mesi assume il valore del 5%, l'azienda cliente pagherà sempre e comunque il tasso fisso del 3,00% e riceverà dalla banca il tasso Euribor 6 mesi, riuscendo in questo modo a compensare con il flusso di cassa ricevuto dalla banca i maggiori oneri finanziari maturati sul debito finanziario sottostante (variabile). Se invece il tasso Euribor 6 mesi assume valori inferiori al 3,00% subirà un flusso di cassa negativo a causa del fatto che pagherà sempre il tasso fisso del 3,00% e riceverà un tasso variabile dalla banca che sarà più basso. Ad esempio se il tasso Euribor 6 mesi assume il valore del 1,00%, l'azienda cliente pagherà sempre il tasso fisso del 3,00% e riceverà dalla banca il tasso variabile del 1,00%, con un flusso di cassa differenziale netto negativo del 2,00%. In questo caso non beneficerà della situazione favorevole di riduzione dei tassi monetari e quindi non potrà beneficiare di minor oneri finanziari sul debito finanziario sottostante lo swap; pagherà alla fine sempre gli stessi oneri finanziari sul mutuo.



La struttura di uno swap Plain Vanilla è composta da due gambe che hanno solo una componente obbligazionaria ciascuna; la gamba cliente composta da una obbligazione a tasso fisso e la gamba banca composta da una obbligazione a tasso variabile. Il cliente è come se vendesse un bond a tasso fisso alla banca e paga una cedola a tasso fisso a suo favore, mentre la banca vende al cliente un bond a tasso variabile pagando una cedola variabile a suo favore.

Gli Interest Rate Swap possono anche essere diversamente strutturati ed avere finalità meramente speculative, ove le parti scommettono sul valore del tasso, in modo da trarre vantaggio economico se il valore del tasso risulta corrispondere a quello ipotizzato. Difatti gli strumenti derivati - e con essi gli swap - possono avere diverse finalità: di copertura o di speculazione.

L'obiettivo di una copertura è quello di ridurre o annullare il rischio che deriva dall'esposizioni nei confronti di variabili di mercato (quali i tassi di interesse), evitando di subire variazioni sfavorevoli. Al contrario negli strumenti con finalità speculativa le parti scommettono al ribasso o al rialzo delle variabili sottostanti, in base alle proprie aspettative.

Aggiungere una componente esotica il cui esercizio è eventuale o sussistente solo se espresso da una parte, permette di realizzare una combinazione praticamente illimitata di contratti swap fuori standard. Una delle complicanze contrattuali più semplici ed elementari che permette la realizzazione un derivato in cui lo scambio dei flussi tra i contraenti si verifica solo allorquando gli interessi risulteranno aumentati oltre un certo tasso (il cosiddetto



CAP) ma non si verificherà in ipotesi di riduzione dei tassi o di incremento inferiore al tasso CAP.

Si è realizzato quindi un Interest Rate Cap in cui il contraente che confida nella riduzione futura dei tassi vuole ottenere copertura per l'ipotesi avversa di un loro aumento senza privarsi della possibilità di beneficiare della loro auspicata riduzione.

#### INQUADRAMENTO PRATICO DEL FUNZIONAMENTO DI UN INTEREST RATE SWAP

Tralasciando per ora e per semplicità i dettagli specifici, che negli esempi grafici che seguiranno verranno esplicitati nel dettaglio, presumiamo che un soggetto abbia già assunto un impegno a rimborsare un finanziamento contratto a tasso variabile, che nel tempo sarebbe potenzialmente esposto ad un aumento dei tassi di interesse. Se questo soggetto stipulasse un interest rate swap con cui si impegna a pagare un tasso fisso e riceve un tasso variabile potrebbe assumere una posizione che lo mette al riparo del rialzo dei tassi ma lo espone al rischio di un ribasso dei tassi di interesse. La situazione sarà:

- Vantaggiosa se dopo la stipula dell'IRS i tassi effettivamente aumentassero e in maniera maggiore di quanto egli si è impegnato a pagare mediante tasso fisso dell'IRS; in questo caso il vantaggio corrisponderebbe al minor importo degli interessi pagati al tasso fisso rispetto a quelli che si sarebbero pagati sulla base del tasso variabile nel frattempo aumentato



- Svantaggiosa se dopo la stipula dell'IRS i tassi di interesse risulteranno diminuiti e di entità inferiore al tasso fisso che con l'IRS si è impegnato a pagare; lo svantaggio corrisponderebbe al mancato risparmio che avrebbe realizzato continuando a pagare il tasso variabile nel frattempo diminuito.

Di seguito una rappresentazione grafica, con l'auspicio che possa agevolare la comprensione delle piene potenzialità e vantaggi offerti da un contratto derivato interest rate swap.

IL CASO.it



TEORIA DI UN PLAIN VANILLA INTEREST RATE SWAP

ESEMPIO PRATICO

AZIENDA ALFA

AZIENDA BETA

BANCA ALFA

BANCA BETA

SCOPO AZIENDA ALFA:  
TASSO VARIABILE PIU' BASSO  
PER PRESTITO UN MILIONE EURO

SCOPO AZIENDA BETA:  
TASSO FISSO PIU' BASSO.  
PER PRESTITO UN MILIONE EURO

IL CASO.it

AZIENDA ALFA - grandi dimensioni, ottimo potere contrattuale con le banche  
AZIENDA BETA - piccola, media realtà, poco o nullo, il potere negoziato in banca

BANCA ALFA - istituto di riferimento di Azienda Alfa suo primario cliente  
BANCA BETA - istituto di riferimento di Azienda Beta, un cliente come altri



TEORIA DI UN PLAIN VANILLA INTEREST RATE SWAP

ESEMPIO PRATICO

AZIENDA ALFA

AZIENDA BETA

BANCA ALFA

BANCA BETA

SCOPO AZIENDA ALFA.  
TASSO VARIABILE PIU' BASSO  
PER PRESTITO UN MILIONE EURO

FISSO = 7%  
VARIABILE = EURIBOR

SCOPO AZIENDA BETA.  
TASSO FISSO PIU' BASSO.  
PER PRESTITO UN MILIONE EURO

FISSO = 10%  
VARIABILE = EURIBOR + 1%

AZIENDA ALFA - negozia al meglio e ottiene dal proprio istituto LA DELIBERA 1 milione euro alle seguenti condizioni  
TASSO FISSO 7% E TASSO VARIABILE EURIBOR

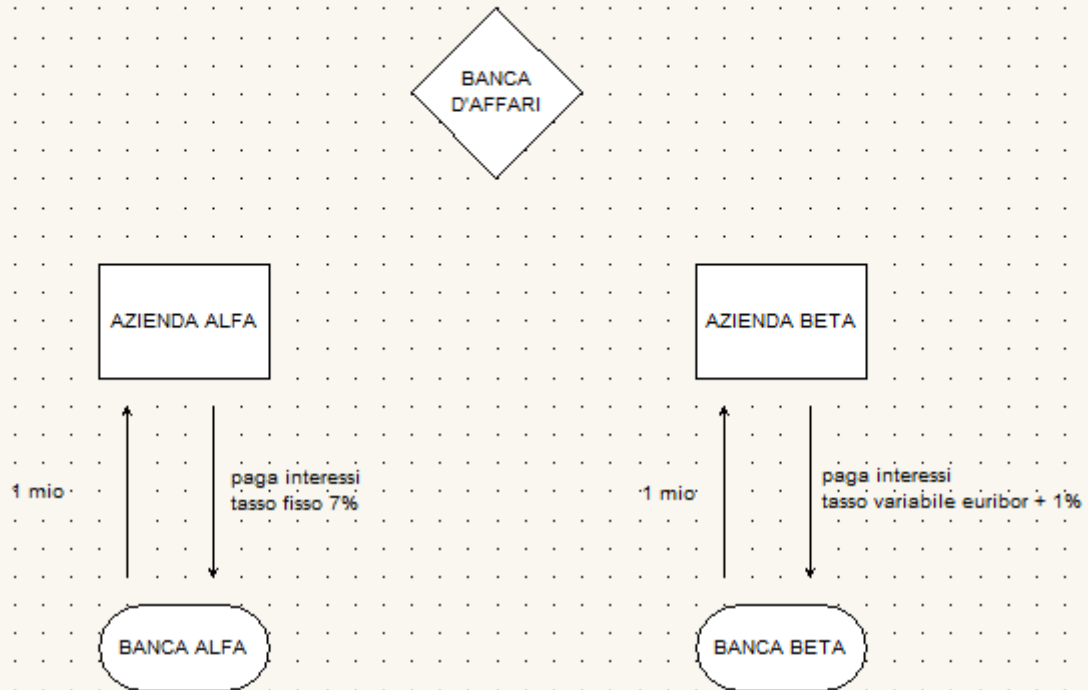
AZIENDA BETA - negozia al meglio e ottiene dal proprio istituto LA DELIBERA 1 milione euro alle seguenti condizioni  
TASSO FISSO 10 % E TASSO VARIABILE EURIBOR + 1%.





TEORIA DI UN PLAIN VANILLA INTEREST RATE SWAP

ESEMPIO PRATICO



SCOPO AZIENDA ALFA.  
TASSO VARIABILE PIU' BASSO  
PER PRESTITO UN MILIONE EURO.

FISSO = 7%  
VARIABILE = EURIBOR

SCOPO AZIENDA BETA.  
TASSO FISSO PIU' BASSO.  
PER PRESTITO UN MILIONE EURO.

FISSO = 10%  
VARIABILE = EURIBOR + 1%

LA BANCA D'AFFARI conosce le condizioni proposte e gli intendimenti e scopi delle Aziende.  
ALFA minore tasso variabile e BETA minore tasso fisso

BANCA D'AFFARI è pronta a negoziare due separati contratti derivati uno per Azienda.  
Due INTEREST RATE SWAPS (IRS)

BANCA D'AFFARI indica le istruzioni per sfruttare al meglio le condizioni

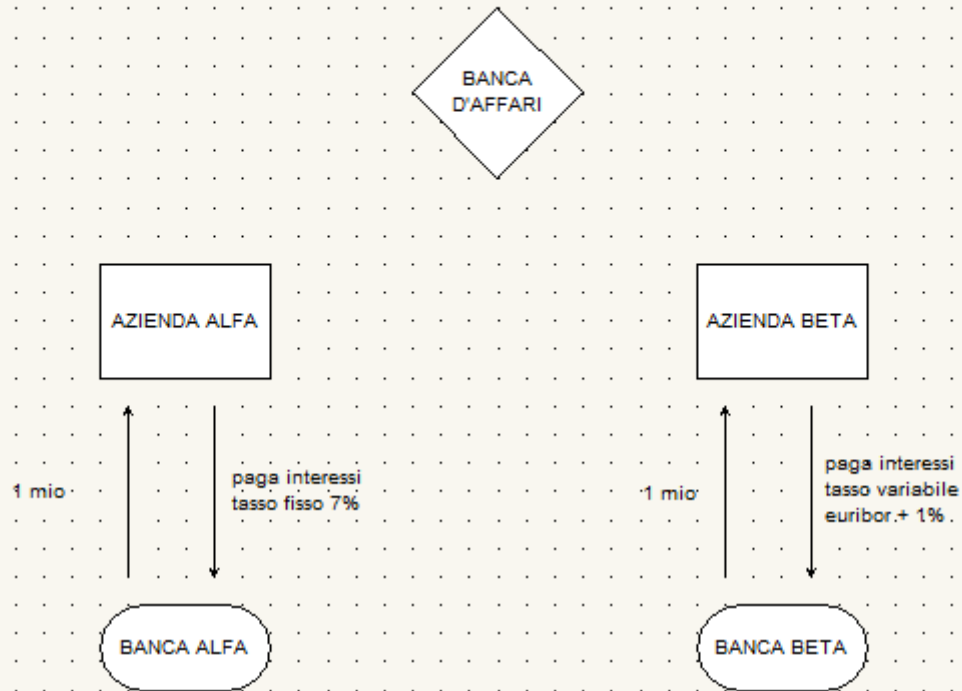
AZIENDA ALFA DEVE CONTRARRE IL DEBITO AL TASSO FISSO DEL 7%

AZIENDA BETA DEVE CONTRARRE IL DEBITO AL TASSO VARIABILE EURIBOR + 1%



TEORIA DI UN PLAIN VANILLA INTEREST RATE SWAP

ESEMPIO PRATICO



SCOPO AZIENDA ALFA.  
TASSO VARIABILE PIU' BASSO  
PER PRESTITO UN MILIONE EURO

FISSO = 7%  
VARIABILE = EURIBOR

SCOPO AZIENDA BETA.  
TASSO FISSO PIU' BASSO  
PER PRESTITO UN MILIONE EURO

FISSO = 10%  
VARIABILE = EURIBOR + 1%

A QUESTO PUNTO SI STIPULANO I CONTRATTI DERIVATI INTEREST RATE SWAP TRA BANCA D'AFFARI E AZIENDA ALFA E TRA BANCA D'AFFARI E AZIENDA BETA DI PARI DURATA RISPETTO AL PRESTITO E PER UN VALORE NOZIONALE PARI AL VALORE DEL PRESTITO

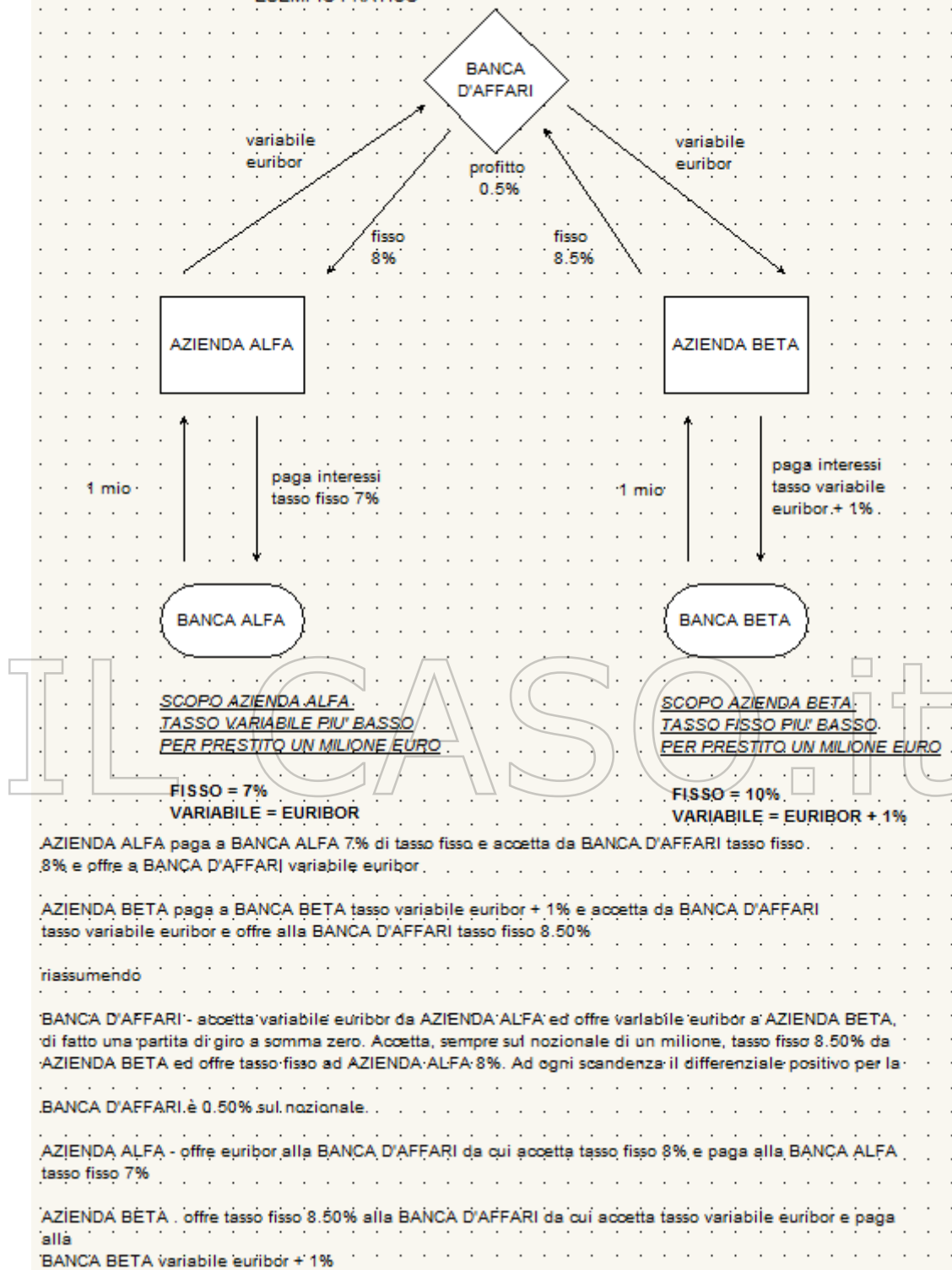
a) nel primo contratto derivato BANCA D'AFFARI e AZIENDA ALFA si accordano di barattare i propri tassi e a regolare i differenziali nella misura che AZIENDA ALFA riconosce a BANCA D'AFFARI il tasso euribor e la BANCA D'AFFARI riconosce a AZIENDA ALFA il tasso fisso 8%

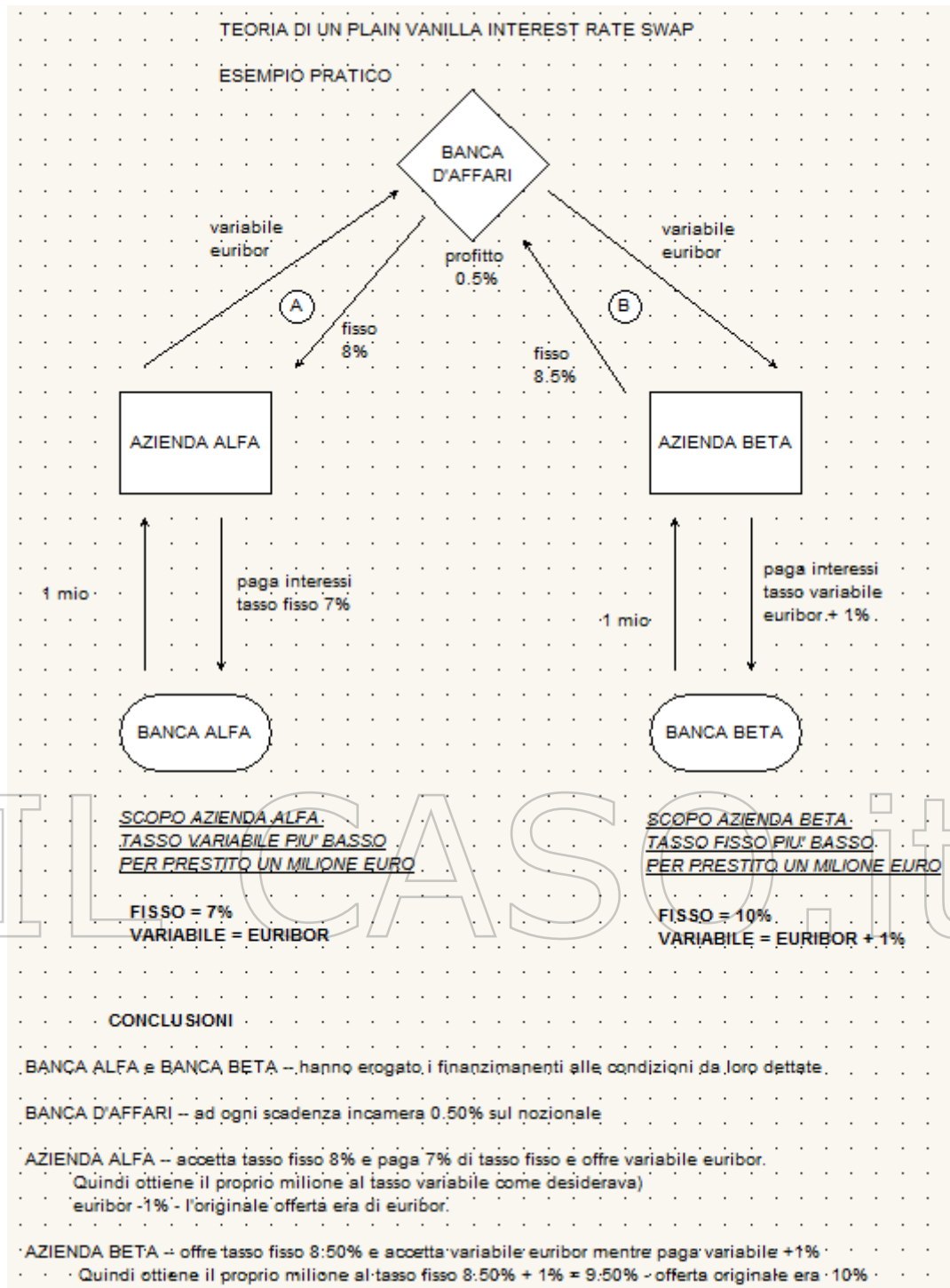
b) nel secondo contratto derivato BANCA D'AFFARI e AZIENDA BETA si accordano di barattare i propri tassi e a regolare i differenziali nella misura che AZIENDA BETA riconosce a BANCA D'AFFARI il tasso fisso 8,5% e la BANCA D'AFFARI riconosce a AZIENDA BETA il tasso variabile euribor



### TEORIA DI UN PLAIN VANILLA INTEREST RATE SWAP

#### ESEMPIO PRATICO





## TERMINOLOGIA E GLOSSARIO DI BASE

Ritengo utile poter condividere alcune locuzioni che attengono ai prodotti finanziari derivati in genere, con questa specifica possiamo condividere significati ed intendimenti.

- **Par** - il contratto derivato par ha un valore iniziale pari a zero. Zero poiché non vi sono squilibri tra i differenziali. Non è previsto, sempre riguardo al nozionale, alcuno scambio iniziale. Alla stipula la gamba fissa e la gamba variabile generano flussi differenziali a somma zero. Non vi è erogazione di upfront poiché nulla è da compensare.
- **Non par** - contratto finanziario derivato dove uno, o entrambi gli assets vengono valutati a sconto o con maggiorazione, quindi non a par o non a prezzo di mercato. Un contratto stipulato non par, solitamente, viene riportato a par mediante pagamento di un upfront che corrisponde all'importo che causa lo squilibrio.
- **Gamba fissa (fixed leg)** - la gamba fissa corrisponde alle obbligazioni che gravano sul contraente che paga il tasso fisso.
- **Gamba variabile (floating leg)** - la gamba variabile corrisponde alle obbligazioni che gravano sul contraente che paga il tasso variabile.
- **Upfront** - premio incassato dallo stipulante al momento del perfezionamento di operazioni derivate. Importo necessario al ribilanciamento di un contratto stipulato non par. Quando il contratto è negoziato o rinegoziato



non par questo squilibrio deve essere sanato mediante pagamento dalla parte favorita dallo squilibrio, di questo importo upfront, pari allo sbilanciamento per riportare il contratto in par.

Nel caso di erogazione di upfront al cliente bancario per consentire la copertura di contratto derivato precedente in perdita sostituito con il nuovo contratto che ha richiesto l'erogazione di una somma upfront è palese l'implicito obbligo insito nel nuovo contratto, della restituzione dell'upfront.

- **Nozionale** - è il valore o l'importo utilizzato come base di calcolo per risolvere gli obblighi associati ad un contratto derivato. Solitamente corrisponde nei contratti di hedging (copertura) al valore dell'erogazione che si intende "coprire" che permette di dare un valore al contratto derivato. In nessun modo deve essere frainteso il valore del nozionale con il valore del derivato. Uno la base di calcolo e l'altro è dato dai differenziali delle unità che si è deciso e sottoscritto di scambiarsi. Il nozionale è una unità di misura virtuale e non oggetto di scambio.
- **OTC** - over the counter, sono contratti derivati scambiati e negoziati privatamente direttamente tra le parti senza transitare da strutture di negoziazione quali i mercati regolamentati. Derivazione semantica dell'OTC -over the counter- sia in riferimento ai farmaci over the counter (farmaci da banco) che non prevedono la regolamentazione di una ricetta medica, che soprattutto al bancone che veniva utilizzato



- **Mark to market** - valore corrente (specificandone la data) di mercato rispetto al valore contrattuale. Vi sono più metodologie per la valutazione del mark to market. Secondo il metodo del costo storico bisognerebbe prevedere l'attualizzazione dell'iniziale costo mediante un indice di prezzi, oppure valutare il MtM ricercando sul mercato -se disponibile- un prezzo cui qualcuno sarebbe disponibile ad acquistare il prodotto derivato il cui prezzo stiamo cercando di attualizzare. In ogni caso il MtM è anche esprimibile alla sottoscrizione. Il prodotto è attualizzabile, quindi stabilirne il mark to market, secondo gli intendimenti di chi lo ha proposto esclusivamente se è conosciuta la formula di riferimento per la simulazione degli scenari futuri. La lista delle scadenze e dei risultati dello scambio dei differenziali di fatto permette di valutare nel tempo le oscillazioni di valore del contratto mediante l'analisi protratta del suo sottostante. *Nel caso di specie, il "mark to market" si intende, alla data di riferimento, il valore attuale dei flussi di cassa futuri della singola operazione, sulla base di fattori di sconto riferibili a ciascun flusso e desunti dalla curva dei tassi di interesse e dalla curva di volatilità esistente sui mercati finanziari alla suddetta data.*
- **Mark to model** - metodo per la valutazione di un derivato, solitamente esotico, basato su stime e modelli finanziari. Non esistendo un regolare mercato che offra stime attendibili è fatto obbligo implementare un complesso riferimento a variabili finanziarie protratte nel tempo che causa più stime e presunzioni che effettive valutazioni di mercato.



- **Plain vanilla** - una struttura derivata semplice e ben definita in relazione alle scadenze stipulate, al capitale nozionale e alle gambe del derivato. Denominato sulla base dei più semplici e comuni gusti del gelato.
- **Alea razionale** - rischio calcolato. Si definisce razionale l'alea che *ex ante* definisce gli scenari probabilistici e le conseguenze che al verificarsi di certi eventi -esplicitati gli eventuali costi impliciti- e i criteri con cui determinare le eventuali penalità di recesso. Tutti gli elementi, in sostanza, che incidono sull'alea che assume la parte contrattuale per essere un'alea razionale devono essere conosciuti e misurabili. L'alea razionale, cioè la consapevolezza dei vantaggi e degli svantaggi di adottare uno strumento finanziario derivato per la copertura del rischio tasso di interesse, si acquisisce quando c'è la consapevolezza degli effetti economico finanziari in funzione dei valori che la variabile aleatoria potrà assumere in futuro.
- **Curve dei tassi** - strumenti a disposizione degli analisti che agevolano, prevedendoli con delle stime, lo studio degli andamenti futuri previsti degli indici (tassi) che si prefigge di monitorare. Su queste curve dei tassi futuri previsti le banche calcolano l'alea del contratto che propongono ai propri sottoscrittori.
- **Tasso swap** - il valore del tasso fisso che al momento della stipula rende matematicamente nullo il valore del contratto. Quando due le prestazioni, valore attuale dei pagamenti della gamba variabile equivalgono a quelli della gamba fissa, si ha un *par swap at the money*.





- **Fair value** - valore equo anche detto prezzo di uscita. Il fair value, concetto che verrà maggiormente elaborato in seguito anche elencando il dettato del c.c., è il valore o il prezzo che è lecito attendersi di ricevere alla vendita del contratto o alla cessione della obbligazione in libero mercato a data conosciuta.

#### ANALISI DEL MARK TO MARKET, PRICING E FAIR VALUE

Negoziare e valutare un interest rate swap. Giova alla comprensione elaborare ulteriormente i concetti di mark to market e di fair value così da esaminare la remunerazione per l'intermediario finanziario proponente l'investimento.

IL CASO.it

Il codice civile norma il concetto di fair value con l'art. 2427 bis che al comma 3 e seguenti recita testualmente:

"3) 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 strumento, ma possa essere individuato per i suoi componenti o per uno strumento analogo, il valore di mercato può essere derivato 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 e devono assicurare una ragionevole approssimazione del valore di mercato.

c) il fair value non è determinato se l'applicazione dei criteri indicati al comma precedente non dà un risultato attendibile."

In ambito giudiziario, senza l'accesso alle formule matematiche adottate, si è costretti a eseguire una modellazione matematica non potendo diversamente identificare le indicazioni di base utilizzate per la creazione dello strumento. Per dovere di precisazione riguardo il comma 4, il sottoscritto per stimare il valore di un derivato utilizza il metodo, quando necessario e prescritto dal quesito, del *Discounted Cash Flow* che è il modello matematico universalmente riconosciuto e condiviso di cui sarà data ulteriore trattazione in seguito.

Viene da chiarire che la valutazione di valore mediante modelli matematici è maggiormente necessaria quando si affrontano derivati OTC che non hanno mercati regolamentati e sufficientemente liquidi da permettere al prodotto di "fare prezzo" cioè di avere la possibilità di essere sufficientemente rappresentato nelle contrattazioni rendendo inutile la stima del valore essendo sufficiente l'osservazione del prezzo di mercato. In modo molto pragmatico, il mark to market è il prezzo che un terzo indipendente sarebbe disposto a sborsare per subentrare al contratto in essere.



Una delle peculiarità dei derivati *over the counter* è quella di essere stati ideati su misura per le circostanze specifiche che hanno portato alla loro ingegnerizzazione, di fatto rendendo arduo valutarne il valore a posteriori essendo stabilito, per il tramite delle condizioni poste, unilateralmente il prezzo dall'istituto proponente, solo con estrema chiarezza e trasparenza è possibile ovviare a questa intrinseca debolezza. A posteriori, al consulente del Giudice, è solo possibile in teoria -in mancanza di chiari strumenti di decodifica- tentare di spacchettare (unbundling) i fattori che hanno composto la determinazione del prezzo e valutarne l'adeguatezza del derivato alla funzione che, secondo gli accordi tra le parti, esso doveva svolgere.

Trattasi di ricercare tra gli atti, in sede processuale, se è possibile confermare l'esistenza di simulazioni e prospetti anche relativi alla formazione del valore, che possano aver fornito precisa e dettagliata spiegazione delle modalità di funzionamento del contratto derivato.

Il contratto in analisi è un interest rate swap (IRS) con l'aggiunta di una componente di vincolo che lo identifica come un CAP SELL DILAZIONATO, negoziato *over the counter* (OTC) concluso nel contesto di un servizio di negoziazione per conto proprio della banca o nella sua qualità di intermediario finanziario per la collocazione di prodotti di terzi. La contrattazione in contratti derivati *over the counter* a differenza delle negoziazioni in contratti uniformi e contrattati su mercati regolamentati, porta con se un fisiologico e naturale stato di potenziale conflittualità - relativo alla negoziazione per conto proprio- che discende dall'assommarsi, nel medesimo soggetto, delle qualità di



offerente e di consulente -risultando nella pratica in una parte contrapposta all'altra. Nel caso che ci si trovi nella condizione di rinegoziare un prodotto derivato, cessandone uno in essere per restipularne uno nuovo, le commissioni, lo spread, le spese, il mark to market e il fair value devono necessariamente riflettere la cessazione della prima operazione rispecchiandone la minore durata con un minore esborso rispetto al preventivato.

Par e non par.

Se la gamba fissa e la gamba variabile risultano equivalenti o in caso non lo siano si fosse provveduto a riequilibrare mediante un *upfront* che il contraente avvantaggiato dallo squilibrio versa al contraente svantaggiato avremmo un contratto par e un contratto non par reso par dall'*upfront*. Questo perché naturalmente o intervenendo con il versamento dell'*upfront* le prestazioni gravanti sui contraenti risultano finanziariamente equivalenti.

Qualora non si ristabilisse la equivalenza il contratto è da definirsi non par, penalizzante per il contraente che è esposto al maggiore impegno finanziario. Qualora si evidenzino contratti non par è lecito aspettarsi che la banca riesca a riconoscerlo e possa compensare lo squilibrio erogando l'*upfront* per l'importo dello sbilanciamento.

Oltre che valutare il contratto al momento della stipula, in seguito, affronteremo la tematica della valutazione del contratto successiva alla stipula. Trattasi di pricing del contratto. Il sottoscritto effettuerà una ricognizione del procedimento, riservandosi l'attuazione successivamente alla valutazione dell'opportunità di effettuarla secondo il dettato del quesito posto dal Sig. Giudice.



Nella circostanza di dover valutare l'evoluzione del sottostante porterà all'individuazione del Mark to Market riferito alla data di particolare interesse. Questo sarà favorevole al soggetto la cui "scommessa" o più appropriatamente previsione, si sarà rivelata più esatta. Nell'ipotesi del derivato che qui interessa se i tassi saranno aumentati il Mark to Market sarà positivo per il contraente che paga la gamba fissa, se diminuiscono sarà a favore di chi paga la gamba variabile.

Data la valutazione di un derivato alla data di stipula, il MtM attribuibile al medesimo contratto in una data successivo sarà diverso e rifletterà la continua variazione del sottostante.

Alla stipula del contratto derivato il Mark to Market è solo *astrattamente nullo* poiché di fatto è positivo per l'istituto risentendo del margine lordo di quelle voci che rappresentano commissioni ed eventuali margini di intermediazione. L'indicazione del valore PAR del derivato dovrebbe essere riportato nel documento sui rischi generali negli investimenti finanziari.

Nel corso di una CTU il consulente è tenuto -se demandato- a valutare, quando possibile stabilirlo con certezza, se l'istituto di credito negozia in conto proprio oppure se opera conto terzi collocando un prodotto ideato e strutturato da terzi.

La *commissione* non si aggancia ad alcun parametro della prestazione ma deve essere intesa come un servizio di mezzi e non di termine; mentre se c'è un qualsiasi collegamento all'importo questo si riconosce come *provvigione*.



Chi si assume il rischio deve vedersi remunerato il proprio investimento, mentre chi rivende ha solo diritto allo spread tra acquisto e vendita, vietato quindi al dealer -a chi colloca il prodotto presso il cliente finale- aggiungere allo spread il profitto commissionale. Seppur la normativa attualmente in vigore ha dismesso tale divieto, la dottrina non cessa di ricordare l'impostazione descritta. E' fisiologico che un contratto derivato over the counter abbia un valore non par quanto trattato retail e scontando il margine di intermediazione. Le diciture par e non par perdono di valore se non vi è riferimento all'upfront.

Lo scrivente non ritiene che spetti ad un CTU riferire della normativa giuridica che sottende la regolamentazione dei contratti derivati esulando la materia dall'intendimento tecnico previsto da questa consulenza di ufficio. Ciononostante vi sono dei rimandi mirati alla identificazione delle competenze da ricercarsi nella clientela cui proporre strumenti derivati a copertura, dato per assodato che non vi può essere intento speculativo volontario da parte di un istituto di credito verso il proprio cliente anche perché l'articolo 21 del T.U.F. stabilisce che è dovere inderogabile dell'intermediario finanziario agire, nella sostanza, quale cooperatore del cliente e nel suo esclusivo interesse. Parrebbe sensato sgomberare il campo quindi dall'intento della funzione puramente speculativa del prodotto derivato in analisi.

Come detto i contratti OTC vengono negoziati al di fuori di mercati regolamentati dalla caratteristica assenza di listini ufficiali e di fatto organizzati secondo la necessità dei contraenti. I contratti sono conclusi sulla base di rapporti unilaterali esclusivi dove si pattuiscono condizioni non standard. Le differenze con i mercati organizzati sono



evidenti nel non utilizzo di contratti standard e uniformi per tutti gli operatori e perché non si incrociano le migliori proposte di acquisto e vendita proposte dal mercato.

Nelle contrattazioni over the counter i titoli negoziati non hanno necessità di essere soggetti ad una preventiva procedura di ammissione alle quotazioni, gli emittenti non sono soggetti ad obblighi informativi pubblici ma solo in ambito privatistico con la controparte e non c'è supervisione centralizzata sul book che nelle borse ufficiali raccoglie tutte le proposte bid/ask (vendita e acquisto) ordinate per prezzo.

In concreto quindi, uno dei due contraenti che stipulano uno swap è sempre una banca che intermediando tra utenza e mercati OTC presta un servizio che come tale deve essere remunerato al fine di tutelare l'equilibrio economico della banca.

Affrontiamo quindi il tema della necessaria remunerazione della banca per il servizio offerto di stipulare un IRS con il proprio cliente o di intermediarne l'acquisto.

Vi sono i costi di intermediazione che la banca sostiene per intermediare e porre in essere l'operazione (spesso la banca deve anche a sua volta acquistare da altre banche il derivato o comunque impiegare risorse interne per "confezionarlo" ad hoc per il cliente).

Non è da trascurarsi il rischio controparte; mentre la banca è un soggetto teoricamente solvibile, non altrettanto può dirsi del cliente, talché se il cliente dovesse risultare insolvente la banca si troverebbe a dover comunque adempiere alla obbligazione assunta verso i terzi che le hanno venduto il derivato senza ottenere le pari entrate del cliente.



In tale situazione, l'onere 'implicito' corrisponde al valore attuale dei maggiori flussi (rispetto all'Euribor) che la banca dovrebbe incassare nel corso del derivato.

In tale situazione 'iper' semplificata, dovrebbe essere 'abbastanza' semplice per il cliente calcolare a quanto ammonta l'onere 'implicito'.

Ora, nella realtà le cose non stanno ovviamente come descritto; intervengono infatti molteplici fattori che aumentano la complessità dei calcoli, tra i quali possono essere citati i seguenti:

- i contratti possono essere ben più complessi del semplice *Plain Vanilla*, sia per la eventuale presenza di opzioni, sia per previsioni di tassi variabili anche per il cliente, di flussi calcolati con parametri che variano a scadenza predefinite, di pagamento di un importo una tantum finale o di altre possibili e complesse varianti contrattuali;

- a volte la presenza dell'Up-Front va inserita nei calcoli in quanto la banca deve prevederne il rimborso (oltre che il guadagno su detto finanziamento) con i flussi periodali;

- le previsioni sull'Euribor nel tempo non sono mai stabili, ma sono rappresentate piuttosto da diverse curve di andamento futuro con diversi gradi di probabilità di verificarsi delle stesse;

- la probabilità del verificarsi di un evento risente non solo di aspetti oggettivi, ma anche soggettivi, talché diversi soggetti possono stimare con peso differente soprattutto gli eventi 'improbabili'.





Quindi, nella realtà di un in un contratto anche 'normale', il calcolo dell'onere implicito non solo è tutt'altro che semplice (e spesso al di fuori della 'portata tecnica' del cliente, per quanto 'qualificato' possa essere), ma pure porta ad un risultato non del tutto univoco (per la possibilità sia di utilizzare diversi modelli di calcolo, sia di ponderare in modo differente i vari scenari sull'andamento futuro dell'Euribor), ragione per cui è fondamentale una completa ed assoluta dovizia informativa da parte della Banca.

*Per rispondere alla domanda, ma ne verrà dato conto anche nelle risposte precipue, se il prodotto è stato strutturato internamente alla Banca Nazionale del Lavoro che lo ha collocato in proprio, o se il prodotto è stato acquistato e rivenduto, lo scrivente non ha i mezzi per poter affermare né smentire alcuna delle due possibilità. Con le informazioni a disposizione questa è una domanda a cui il CTU è incapace di rispondere. Potrebbe essere sia una negoziazione in proprio come potrebbe essere un prodotto strutturato da altri e rivenduto dalla Banca, il prodotto in sé non ha alcuna specifica che lo possa identificare come strutturato internamente ovvero acquistato e rivenduto.*

Per remunerare questa attività di strutturazione del prodotto derivato, la International Swap and Derivatives Association, suggerisce due separate metodologie per assicurare la remunerazione dei soggetti strutturanti:

1. La prima metodologia possiamo definirla cristallina che presuppone il pagamento di una fee che il dealer (la banca) addebita apertamente per uno swap in equilibrio. Dove la gamba fissa è equivalente la gamba variabile.



2. La seconda metodologia è più opaca che presuppone l'inclusione *implicita* delle obbligazioni contrattuali gravanti sul cliente che in via differenziale e non palese potrà vedersi remunerata la propria attività.

Fermo restando che entrambe le modalità remunerative sono previste e riconosciute valutiamone la corretta implementazione o messa in opera.

Nella prima ipotesi la *valutazione del prodotto derivato al momento della stipula* sarà zero e il costo a carico del cliente verrà regolato per il tramite della commissione che la banca addebiterà. Nella seconda ipotesi la *valutazione del prodotto derivato al momento della stipula* sarà diverso da zero e la grandezza della differenza da zero sarà la rappresentazione dell'onerosità a carico del cliente.

Il *pricing del contratto alla stipula* può quindi rappresentarsi come il processo che consente di attribuire un certo valore economico al contratto mediante attualizzazione ad una certa data dei flussi monetari che graveranno sul contraente che paga il tasso fisso sia su quelli che graveranno sul contraente che paga il tasso variabile. Quando si confrontano questi due valori attuarializzati ci verrà consentito in via differenziale di conoscere il vantaggio di cui uno dei due contraenti beneficerà con la stipula del contratto e che potrà essere neutralizzato mediante pagamento di un upfront.

Al di là del problema afferente la valutazione del contratto al momento della stipula, esiste anche quello di *valutare il contratto ad una data successiva* rispetto a quella della stipula: trattasi di un'operazione generalmente definita come



*pricing del contratto*. Il caso potrà essere ad esempio quello di una *rinegoziazione del contratto successiva alla stipula originaria*, la qual cosa potrebbe avvenire perché ad esempio le attese originarie sono state disattese dai fatti successivi e si pone quindi la necessità di un correttivo al contratto di origine. In tale circostanza, al di là di quelle che erano state le condizioni originariamente sussistenti, la conseguente evoluzione del sottostante porterà all'individuazione del cosiddetto *Mark to Market (MtM)* che sarà favorevole al soggetto la cui previsione è risultata nel frattempo vincente: nell'ipotesi di IRS che qui interessa, se i tassi aumentano il Mark to Market sarà positivo per il contraente che paga la gamba fissa, se diminuiscono sarà invece positivo per il contraente che paga la gamba variabile.

In sintesi, data la valutazione di un derivato alla data della stipula, l'MtM attribuibile al medesimo contratto in una data successiva sarà diverso e varierà continuamente alla luce di quella che nel frattempo è stata l'evoluzione del sottostante.

La matematica attuariale ci sostiene nell'utilizzo del modello più comunemente condiviso e utilizzato per la valutazione di un contratto derivato. Personalmente ritengo il *Discounted Cash Flow Method* lo strumento migliore per effettuare l'individuazione dei flussi di cassa attesi.

Nell'ipotesi di IRS l'attualizzazione riguarderà, come già detto, sia la gamba fissa che la gamba variabile. Per l'individuazione dei relativi flussi di cassa attesi si deve osservare che:



- per la *gamba fissa* i flussi di cassa attesi si quantificano sulla base di dati desumibili e che comunque costituiscono elementi del contratto quali valore nozionale, tasso pattuito e periodo di maturazione degli interessi;

la formula allo scopo utilizzabile nel caso di swap amortizing è la seguente

$$I_k = D_k \times i \times \text{daycount}(180/360)$$

dove

$D_k$  è il valore nozionale progressivamente decrescente tipico degli swap amortizing

$i$  è il tasso fisso stabilito in contratto

day count è funzione delle scadenze periodiche dei flussi che, nel caso di specie, hanno cadenza semestrale

ed il valore ad una certa data  $\bar{t}$  di tale flusso sarà espresso dalla formula

$$V_{GF} = \sum_{t_k > \bar{t}} I_k \cdot v(\bar{t}, t_k)$$



- per la *gamba variabile* i flussi di cassa attesi si quantificano sulla base di dati che solo in parte sono desumibili e che comunque costituiscono elementi del contratto; infatti il contratto individua valore nozionale e periodo di maturazione degli interessi, ma per quanto riguarda il tasso variabile contiene unicamente l'indicazione di un parametro la cui entità futura varierà in dipendenza dell'evoluzione dei mercati e che non ovviamente alla data di valutazione non risulterà mai certa; allo scopo sarà quindi necessario fare riferimento ai tassi forward (i tassi forward sono i tassi a termine osservati alla data di valutazione del contratto, e vengono determinati sulla base della curva dei tassi a pronti -tassi spot- riferiti alle scadenze rilevanti ai fini del contratto e la curva dei rendimenti futuri) che alla data di valutazione esprimeranno le aspettative del mercato in ordine all'andamento futuro dei tassi; in questo caso, poiché quelli che saranno i tassi effettivamente accertati in relazione al tasso variabile ipotizzato in contratto non sono ovviamente noti, si opera un'astrazione semplificativa con cui si assume che i tassi futuri siano coincidenti con la struttura dei tassi forward osservata sul mercato alla data di valutazione del contratto.



La formula utilizzabile allo scopo sarà la seguente

$$\bar{J}_k = D_k \cdot [i(\bar{t}, t_{k-1}, t_k) + \bar{s}] \cdot \frac{Act}{360}$$

Una volta attualizzati il flussi di cassa alla data  $\bar{t}$  della gamba fissa e della gamba variabile emergerà un differenziale che rappresenterà il valore attribuibile al contratto a detta data.

Per uno swap del tipo amortizing index linked la formula da utilizzare in ipotesi di periodicità semestrale dei pagamenti sarà la seguente

$$W_{IRS} = \sum_{t_k > \bar{t}} D_k \cdot \left[ i \cdot \frac{180}{360} - i(\bar{t}, t_{k-1}, t_k) \cdot \frac{Act}{360} \right] \cdot v(\bar{t}, t_k)$$



E' quindi evidente che nel tempo la valutazione di un IRS Plain Vanilla di tipo amortizing con periodicità semestrale dei pagamenti è soggetto a variare poiché:

1. i flussi di cassa associati alla gamba fissa, in quanto espressione di dati contrattuali non modificabili nel tempo, sono costanti;
2. i flussi di cassa associati alla gamba variabile, in quanto espressione dei tassi forward esistenti al momento della valutazione, sono invece suscettibili di variazione dipendenti dalle variazioni, verificate tempo per tempo, dei tassi forward;
3. i valori attualizzati alla data di valutazione dei due flussi di cassa predetti è suscettibile di variare nel tempo a causa delle variazioni che si registreranno nell'individuazione del tasso di mercato che tempo per tempo sarà adottabile per l'attualizzazione in commento.

Ai fini di una corretta valutazione di un IRS Plain Vanilla è quindi evidente la concreta necessità di disporre di banche dati che tempo per tempo mettono a disposizione degli operatori la serie storica dei tassi forward, utilizzabili per determinare i flussi di cassa della gamba variabile, ed i tassi da utilizzare per attualizzare a certe date i flussi di cassa medesimi. Queste banche dati sono rese disponibili dai cosiddetti info providers, quali ad esempio Bloomberg e Reuters.



L'alea razionale, cioè la consapevolezza dei vantaggi e degli svantaggi di adottare uno strumento finanziario derivato per la copertura del rischio tasso di interesse, si acquisisce quando c'è la consapevolezza degli effetti economico finanziari in funzione dei valori che la variabile aleatoria "Euribor 3 mesi" potrà assumere in futuro. Sottoscrivere un contratto derivato del tipo in oggetto "Interest Rate Swap", anche con la derivazione CAP Sell, significa sostanzialmente realizzare una conscia valutazione sui valori che crediamo in futuro assumerà la variabile aleatoria "Euribor 3 mesi". Al pari di altre sfide c'è la possibilità di conoscere in anticipo quali saranno gli effetti economico finanziari in base ai vari potenziali risultati della variabile aleatoria e poter valutare consapevolmente se c'è convenienza a stipulare questa scommessa oppure no. In alcuni casi la convenienza c'è in altri no, o meglio il prezzo da pagare nel caso di un risultato avverso può giustificare la scommessa oppure sconsigliarla.

Alea razionale significa essere anche consapevoli dei flussi finanziari e degli effetti economici derivanti dai valori che assumerà il tasso Euribor 3 mesi negli anni futuri.

La banca prima di far sottoscrivere il contratto swap spiega e illustra correttamente al cliente quali potrebbero essere gli effetti economico finanziari sia nel caso di aumento dei tassi di interesse che nel caso opposto di riduzione degli stessi, fornendo quella che viene definita una raccomandazione personalizzata da cui è possibile evincere, anche da terzi, la redazione di prospetti e documentazione esplicativa personalizzata.





Queste sono informazioni necessarie e indispensabili per valutare correttamente e consapevolmente l'alea derivante dalla sottoscrizione del contratto swap e in mancanza delle quali è impossibile conoscere il tipo di impegno economico che si è accettato di prendere.

Al solo scopo di fornire maggiori informazioni al Magistrato Giudicante, desidero riportare che l'art. 31 del Regolamento Consob n. 11522/98 seppur datato richiedeva cumulativamente e non alternativamente sia il possesso delle competenze teoriche necessarie alla comprensione delle operazioni in strumenti finanziari, sia la specifica esperienza, ovvero sia la apprezzabile dimestichezza e padronanza relativamente a dette operazioni, maturata ed acquisita nel tempo e con la prassi. Orbene, questo CTU, dalla documentazione in atti non è in grado di confermare, ma nemmeno negare se il cliente stipulante fosse o meno in possesso di queste competenze, fermo restando che in atti vi è un preciso rimando ad una profilazione cliente c.d. MIFID che identifica il cliente come "professionale di diritto" e quindi per quanto concerne la MIFID abilitato all'acquisto di prodotti derivati.

Desidero offrire al Dott. Albanese ulteriori nozioni in merito alla normativa relativa alla comunicazione alla clientela riferibili all'art. 21 TUF e collegate comunicazioni CONSOB.

Come noto, l'art. 21 TUIF stabilisce a carico della Banche e degli intermediari finanziari l'obbligo di "comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza, nell'interesse dei clienti" e "di operare in modo che essi siano sempre adeguatamente informati".



Analoga disposizione è contenuta nell'art. 19 I° Co. della Direttiva MIFID.

L'art. 27 del Regolamento Intermediari ribadisce che "tutte le informazioni a clienti o potenziali clienti devono essere corrette, chiare e non fuorvianti" e riferirsi anche "ai costi e oneri connessi".

La Consob a causa di continui e ripetuti comportamenti contrari all'art 21 TUF posti in essere dalle banche ha deciso di intervenire mediante la Comunicazione n. 9019104.

Tale Comunicazione non introduce niente di nuovo, ma semplicemente declina in maniera dettagliata il minimo set informativo che le banche avrebbero dovuto sempre fornire alla propria clientela in ossequio all'art 21 TUF.

Misure di trasparenza per i prodotti Derivati indicate dalla Consob (Comunicazione CONSOB 2 marzo 2009 n. 9019104) :

□ Si raccomanda così in primo luogo di effettuare la scomposizione (c.d. unbundling) delle diverse componenti che concorrono al complessivo esborso finanziario sostenuto dal cliente per l'assunzione della posizione nel prodotto illiquido, distinguendo fair value (con separata indicazione per l'eventuale componente derivativa) e costi - anche a manifestazione differita - che gravano, implicitamente o esplicitamente, sul cliente. A quest'ultimo è fornita indicazione del valore di smobilizzo dell'investimento nell'istante immediatamente successivo alla transazione, ipotizzando una situazione di invarianza delle condizioni di mercato.



□ In un contesto nel quale gli obblighi informativi sono previsti per "tipo specifico" di prodotto, appare comunque rilevante che gli intermediari trasmettano ai clienti, ai fini della più consapevole definizione dell'operazione di investimento, informazioni in merito alle modalità di smobilizzo delle posizioni sul singolo prodotto, con evidenziazione espressa delle eventuali difficoltà di liquidazione connesse al funzionamento dei mercati di scambio e dei conseguenti effetti in termini di costi (livello dello spread denaro-lettera, anche per valori medi) e tempi di esecuzione della liquidazione. In tale ambito andrà eventualmente comunicata al cliente la circostanza che l'unica fonte di liquidità è costituita dallo stesso intermediario o da entità riconducibili al medesimo gruppo, precisando le regole di pricing nel caso applicate.

□ Al fine di migliorare le possibilità di apprezzamento, da parte del cliente, del profilo di rischio rendimento e dei costi dell'operazione che sta per concludere, si ritiene opportuno che gli intermediari inseriscano nell'apposito set informativo confronti con prodotti semplici, noti, liquidi ed a basso rischio (ovvero esempi di prodotti risk free) di analoga durata e, ove esistenti, con prodotti succedanei di larga diffusione e di adeguata liquidità.

□ In particolare, per illustrare il profilo di rischio di strutture complesse, è utile che l'intermediario produca al cliente anche le risultanze di analisi di scenario di rendimenti da condursi mediante simulazioni effettuate secondo metodologie oggettive (ossia rispettose del principio di neutralità al rischio).



□ Riguardo alla rendicontazione periodica delle posizioni assunte dalla clientela in prodotti della specie, gli intermediari dovranno trasmettere, ai sensi dell'art. 56 del Reg. 16190/2007, informazioni dettagliate sui prodotti detenuti. In particolare è necessario che nel set informativo periodicamente inviato sia chiaramente esplicitato il fair value del prodotto, nonché il presumibile valore di realizzo determinato sulla base delle condizioni che sarebbero applicate effettivamente al cliente in caso di smobilizzo.

Tali indicazioni possono così riassumersi:

a) massima attenzione al tema della trasparenza sia in fase precontrattuale che successivamente al compimento dell'operazione;

b) scomposizione ( c.d. unbundling ) delle diverse componenti che concorrono alla formazione dell'esborso finale per il cliente distinguendo il fair value dai costi;

c) comunicazione specifica di informazioni in merito alle difficoltà di smobilizzo con la precisazione, se del caso che "l'unica fonte di liquidità è costituita dallo stesso intermediario o da entità riconducibili al medesimo gruppo", precisando le regole di pricing;

d) confronti con prodotti semplici e comunicazione di risultanze di analisi di scenario di rendimenti da condursi mediante simulazioni effettuate secondo metodologie oggettive;

e) esplicitazione nella rendicontazione periodica del fair value del prodotto e delle presumibili condizioni di smobilizzo;



f) impiego di metodologie riconosciute e diffuse sul mercato per l'apprezzamento del fair value;

g) guida ex ante della discrezionalità degli operatori nella fissazione delle condizioni possibilmente mediante confronto con provider esterni;

h) predefinitone del livello dei mark up;

i) idoneità del sistema informativo aziendale a consentire un'agevole e precisa ricostruzione ex post dell'attività svolta in punto di condizioni, parametri e maggiorazioni.

IL CASO.it



## LA FINALITA' DI COPERTURA

Le parti processuali, nei rispettivi ruoli, sottendono la funzione dello strumento derivato negoziato e sottoscritto della carenza di una effettiva funzione di copertura dal rischio di aumento dei tassi ovvero all'opposto di sostenere l'idoneità del contratto a detta funzione di copertura.

In sostanza si tratta tecnicamente di valutare, prima di affrontare quanto espresso nel punto precedente circa il pricing la nozione del par o non par, di trovare oggettivi riscontri per quanto attiene alla congruità tra importo nozionale ed esposizione debitoria e tra durata del prodotto derivato e impegno debitorio. Valutare quindi se vi è congruità tra l'esistenza di una correlazione.

Il presupposto dell'oggettività richiede che la correlazione debba e possa essere misurata. Lo scopo di un'analisi tecnica di ufficio è anche quella di fornire strumenti di misura che possano rendere meno soggettivo il criterio di copertura. Il mondo economico è ormai globalizzato e si è dotato di standard condivisi e riconosciuti che permettono di omogenizzare le considerazioni in ambito metodologico e forniscono parametri che oltre che universalmente riconosciuti sono applicati in maniera conforme tra gli operatori del settore. Benché ripetutamente rivisto soprattutto nella componente valutativa del fair value, rimane il dettato di riferimento per quanto attiene al nostro interesse di valutare oggettivamente la finalità di copertura o meno.



La Consob - con Comunicazione Consob n. DI/99013791 del 26 febbraio 1999 e con Comunicazione Consob n. DEM/1026875 dell'11 aprile 2001 - ha individuato tre fondamentali criteri che devono ricorrere affinché il derivato possa essere considerato avente finalità di copertura: "In particolare, le operazioni su strumenti finanziari derivati ordinate dal cliente potranno essere considerate di copertura quando:

a) siano esplicitamente poste in essere al fine di ridurre la rischiosità di altre posizioni detenute dal cliente;

b) sia elevata la correlazione tra le caratteristiche tecnico-finanziarie (scadenza, tasso d'interesse, tipologia ecc.) dell'oggetto della copertura e dello strumento finanziario utilizzato a tal fine;

c) siano adottate procedure e misure di controllo interno idonee ad assicurare che le condizioni di cui sopra ricorrano effettivamente".

I Principi Contabili Internazionali hanno recepito queste distinzioni andandole a configurare nel dettaglio e definendo i criteri e requisiti per distinguere i derivati finanziari nelle due categorie: speculativi e di copertura. I principi contabili internazionali sono conosciuti come International Accounting Standards, in forma di acronimo IAS. Gli IAS, emanati da un gruppo di professionisti contabili (International Accounting Standards Committee con l'acronimo IASC) fin dal 1973, sono stati il primo tentativo di standardizzazione mondiale delle regole contabili. Fino al 2001, lo IASC ha agito come comitato interno all'organizzazione mondiale dei professionisti contabili (International Federation of Accountants IFAC) trasformandosi



poi in una fondazione privata di diritto statunitense (IASC foundation). All'interno di questa fondazione, l'organo incaricato di emanare i principi contabili è denominato IASB (acronimo di International Accounting Standards Board) e i principi redatti da questo comitato sono denominati IFRS acronimo di International Financial Reporting Standards. Poiché tali principi coesistono, almeno per ora, con i precedenti IAS, ci si riferisce spesso ai principi internazionali con il termine IAS/IFRS.

Lo IAS 39 recepisce la distinzione dei derivati finanziari prevedendo regole di contabilizzazione differenti per ciascuna categoria. Il principio contabile internazionale considera tutti gli strumenti finanziari derivati come derivati di negoziazione (ovvero detenuti a scopo speculativo), ad eccezione di quelli designati come efficaci strumenti di copertura. Un derivato si configura come strumento di copertura quando il suo fair value (valore equo) o il flusso finanziario ad esso connesso si prevede compensi le variazioni di fair value (valore equo) o di flusso finanziario di un designato elemento coperto. Un «elemento coperto» è un'attività, una passività, un impegno irrevocabile, un'operazione prevista altamente probabile o un investimento netto in una gestione estera che:

- espone l'impresa al rischio di variazioni nel fair value (valore equo) o nei flussi finanziari futuri;
- è designato come coperto. Occorre altresì valutare l'efficacia delle operazioni di copertura, che rappresenta il livello al quale le variazioni nel fair value (valore equo) o nei flussi finanziari dell'elemento coperto che sono attribuibili a un rischio coperto sono compensate dalle variazioni nel fair value (valore equo) o nei flussi finanziari dello strumento di copertura.





*La relazione di copertura, in base alle previsioni del principio contabile internazionale, è considerata efficace se il rapporto fra le variazioni di fair value (valore equo), o di flussi finanziari attesi, dell'elemento coperto e le variazioni contrapposte dello strumento di copertura (derivato): è compreso tra l'80% e 125%*

Conforme quindi il commento del Dott. Antolini che nelle osservazioni preliminari asserisce:

Ma la finalità dell'acquisto non era di certo quella di ottenere dei guadagni a seguito della salita dei tassi, guadagni che sarebbero stati più che abbondantemente controbilanciati dai maggiori esborsi a titolo di interessi sulle passività sottostanti (passività che si ricorda essere di ampiezza circa tripla rispetto al nozionale del derivato), bensì quella di coprirsi in via prudenziale contro l'evento sfavorevole di una eccessiva salita dei tassi, sebbene tale eccessiva salita non fosse al momento considerata probabile.

Riferito alla possibilità di copertura in via prudenziale contro l'evento sfavorevole di una eccessiva salita dei tassi; forse la considerazione è corretta, ma sicuramente incompleta, perché non attribuisce una specifica a quali tassi -n.b. non a quale prodotto- si fa riferimento. Non dimentichiamo che nelle operazioni di apertura di operazioni peritali lo scrivente CTU aveva già demandato sia l'indicazione di quale strumento si fosse inteso proteggere menzionando che per quanto attiene all'importo nozionale vi fossero una posizione debitoria suddivisa in 200.000 euro come fido di cassa speciale e 1.500.000 euro di fido autoliquidante ma che non vi fosse menzione di quale indicizzazione dovesse essere applicata ai tassi di queste agevolazione debitorie. (vedi verbale dell'apertura delle operazioni peritali).

Viene citata un'analogia tra una descritta copertura assicurativa che ha, non dimentichiamolo, una connotazione giuridica autonoma (e diversa) che prevede il pagamento certo



di un premio prestabilito e un prodotto finanziario derivato che però nulla condivide con la determinazione tecnico applicativa di una assicurazione.

Appare condivisibile che l'eccessiva salita dei tassi di interesse non fosse considerata probabile. Il sottoscritto è in possesso di curve dei tassi di interesse forward -fonte Bloomberg- (vedi figure successive) che non sono oggetto di analisi se non nella richiesta -non ottemperata- da parte del Magistrato ex art. 120 c.p.c., che confermano l'osservazione preliminare di parte bancaria, che il rialzo dei tassi di interesse non fosse al momento considerata probabile.

Fermo restando l'equivalente durata del prodotto, già  
intercorso tra le parti, cui applicare copertura e il prodotto  
derivato; e la parità d'importo tra il nozionale del derivato  
e la consistenza del prodotto creditizio di cui si  
intenderebbe coprire le fluttuazioni di tasso di interesse a  
sfavore del cliente sottoscrittore, deve comunque essere  
evidenziato che non vi è un diretto rapporto tra il meccanismo  
di rilevazione del tasso relativamente al prodotto derivato  
rispetto alle eventuali variazioni di tasso delle linee di  
credito che si è inteso proteggere, e qualora questa  
correlazione fosse determinata; allo scrivente non è stato  
possibile rilevarne il collegamento. Inoltre è da portare  
all'attenzione del Magistrato che il prodotto derivato ha  
durata sottoscritta in cinque anni mentre le facilitazioni di  
credito sono state concesse a revoca, che significa che sono  
in essere sino a che la banca non ritenga di revocarle.



Gli esiti derivanti dal contratto sono stati causati dalla significativa diminuzione dei tassi d'interesse che hanno causato una corrispondente riduzione del tasso *Euribor* che costituisce la variabile da cui dipendono *i pagamenti dovuti dalla banca dal lato della gamba variabile*, questi pagamenti sono risultati sistematicamente inferiori rispetto a quelli dovuti sulla gamba fissa.

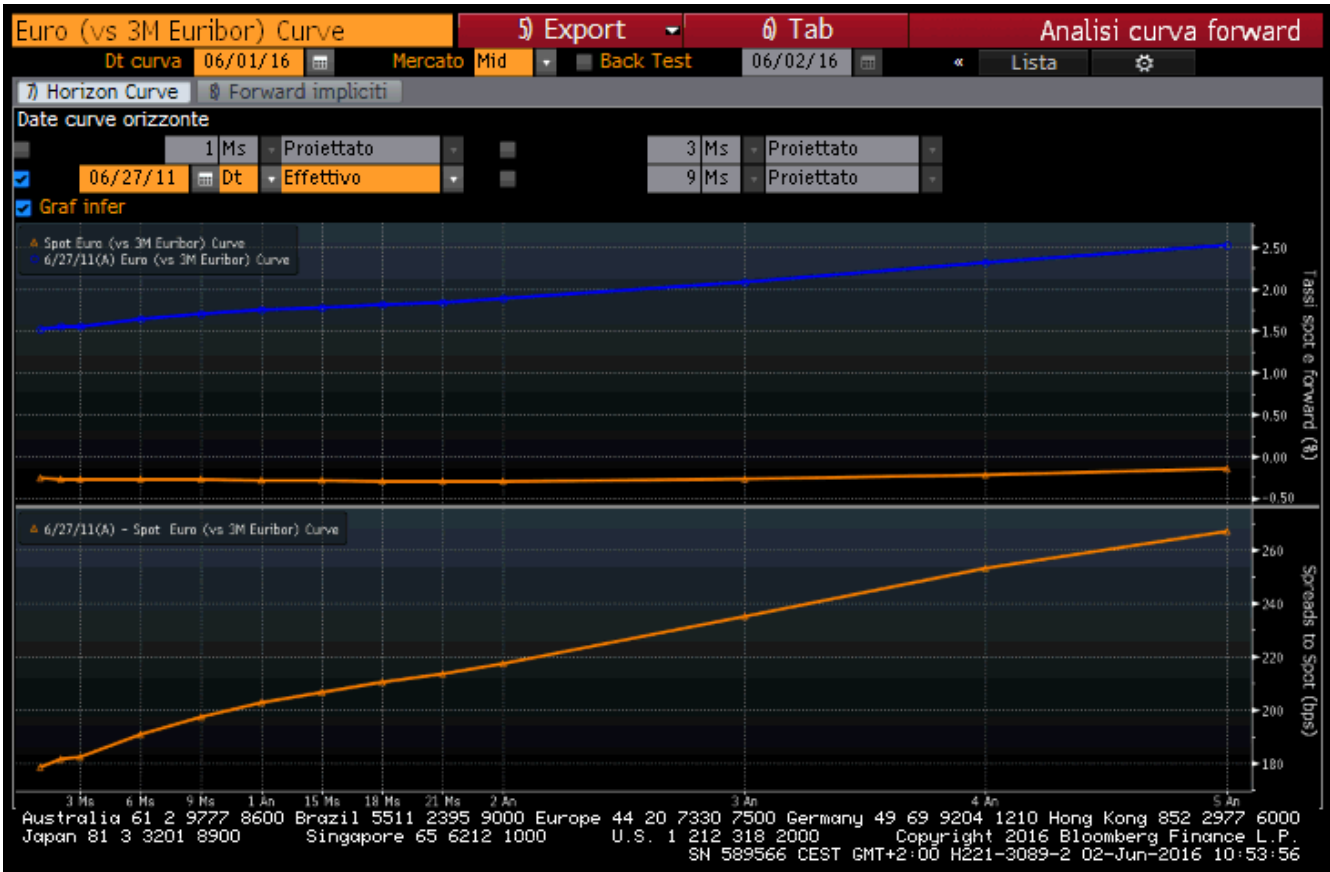
Valutare la *prevedibilità al momento del contratto di un risultato negativo del cliente* equivale quindi a valutare **la prevedibilità al momento del contratto di una riduzione del tasso Euribor** di entità tale da comportare le perdite poi sofferte dal cliente.

Il tasso Euribor 3 mesi è il tasso interbancario al quale una primaria banca europea è disposta a prestare denaro ad un'altra primaria banca per un periodo di 3 mesi.

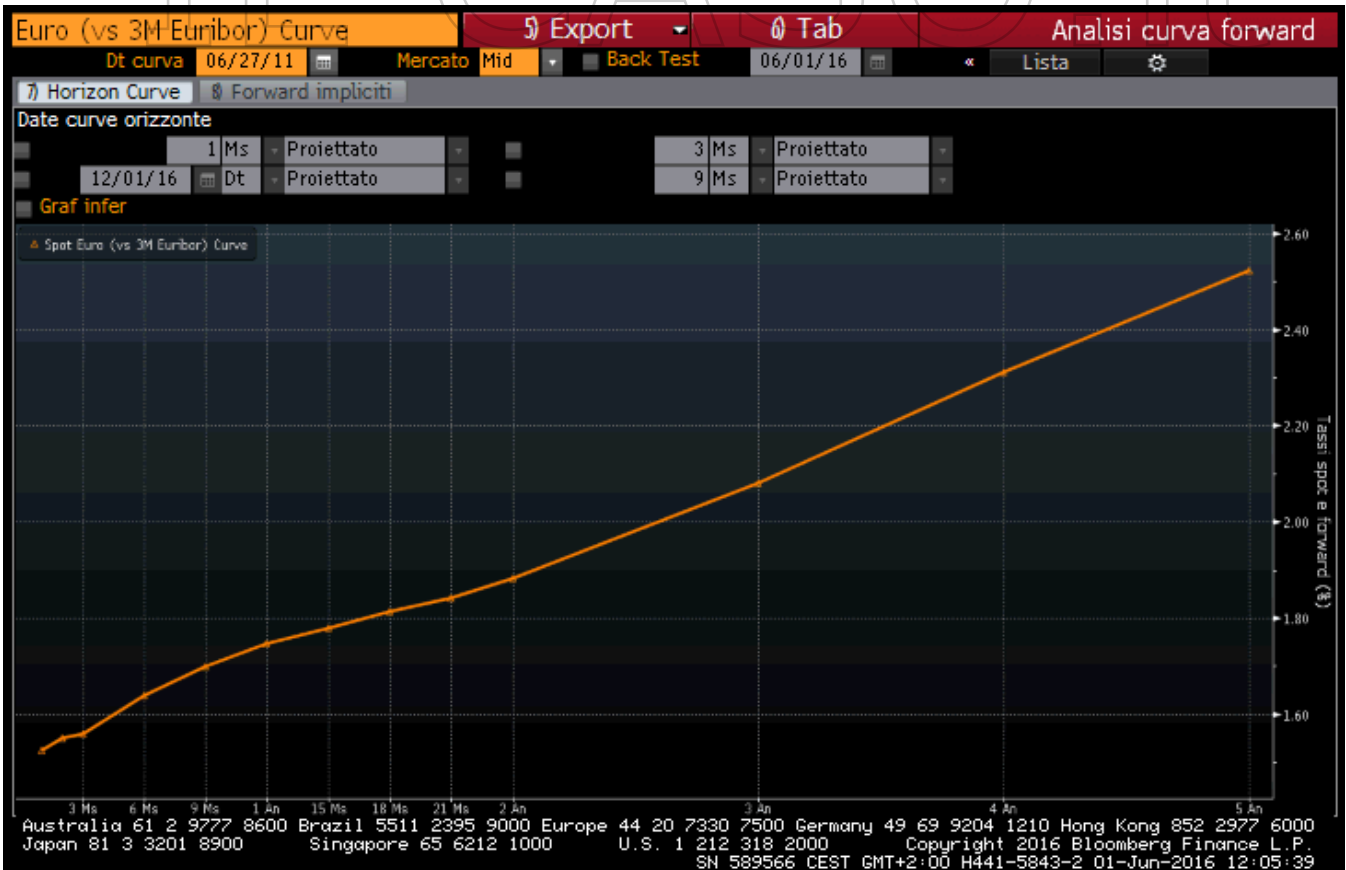
Il tasso Euribor è influenzato soprattutto dalla politica monetaria della Banca Centrale Europea e dal grado di fiducia tra le singole Banche primarie europee: una politica monetaria espansiva da parte della BCE determinerà una riduzione generalizzata dei tassi monetari sul mercato dei fondi europei influenzando il costo del denaro e riducendo i tassi Euribor. Al contrario una politica monetaria restrittiva da parte della BCE comporterà un aumento generalizzato dei tassi monetari e quindi un aumento anche dei tassi Euribor.

Il grafico che segue rappresenta quella che è stata l'evoluzione del tasso Euribor 3 mesi





E in maniera più dettagliata:



LXXXIII



I tassi forward corrispondono ai valori dei tassi attesi da parte della comunità finanziaria internazionale in un dato momento (L'individuazione dei tassi forward, al di là della metodologia astrattamente adottabile, richiede l'accesso ad una piattaforma specialistica gestita da un *info provider* che renda disponibile i dati finanziari tempo per tempo verificatisi): trattasi cioè del valore che la comunità finanziaria, sulla base delle informazioni disponibili al momento, si aspetta che assumerà il tasso Euribor 3 mesi in futuro nelle date in cui verrà rilevato il tasso reset; trattasi di aspettative su quelli che al momento della stipula del contratto si presume saranno gli impegni gravanti sulla gamba variabile e quindi sulla banca. Sulla base di queste aspettative le obbligazioni gravanti sulla banca risultavano sistematicamente inferiori a quelle relative alla gamba fissa assunta dal cliente: la circostanza permette di constatare che nel determinare il tasso fisso a carico del cliente la banca è stata molto prudente perché ha accettato un tasso fisso gravante sulla controparte che, almeno stando alle aspettative del momento, sarebbe stato sempre superiore a quello gravante sulle proprie obbligazioni. Tuttavia queste valutazioni derivavano pur sempre da mere aspettative generali che non corrispondevano alla certezza che i valori indicati nella tabella si sarebbero poi effettivamente manifestati nei semestri futuri: i tassi a pronti che si sarebbero poi manifestati, semestre per semestre, sono poi dipesi da molteplici variabili macroeconomiche e monetarie e, tra l'altro, sono risultati ben diversi da quelli che erano le attese.



Sulla base delle caratteristiche del contratto è possibile individuare il cosiddetto *payoff* teorico del contratto che, con riferimento alle diverse ipotesi che potranno verificarsi semestre per semestre riguardo al tasso *Euribor 3m*, consente di rappresentare i teorici effetti che potranno verificarsi per i contraenti: nella tabella che segue i pagamenti negativi corrispondono a differenziali a carico del cliente, quelli positivi a differenziali a carico della banca

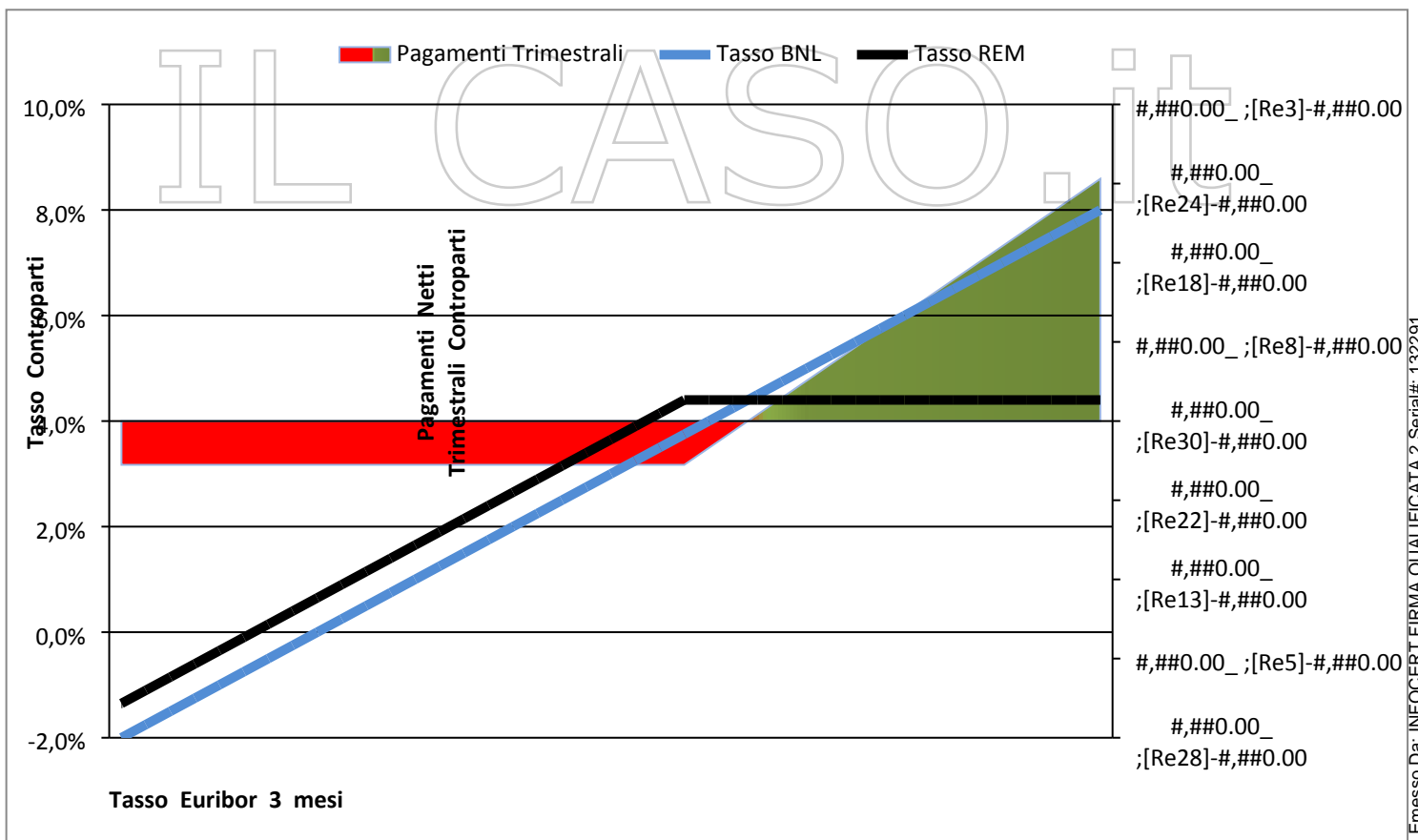
Euribor 3M	Tasso REM	Tasso BNL	Spread	Pagamenti Trimestrali
-2,00%	-1,350%	-2,000%	-0,650%	-2.762,50
-1,75%	-1,100%	-1,750%	-0,650%	-2.762,50
-1,50%	-0,850%	-1,500%	-0,650%	-2.762,50
-1,25%	-0,600%	-1,250%	-0,650%	-2.762,50
-1,00%	-0,350%	-1,000%	-0,650%	-2.762,50
-0,75%	-0,100%	-0,750%	-0,650%	-2.762,50
-0,50%	0,150%	-0,500%	-0,650%	-2.762,50
-0,25%	0,400%	-0,250%	-0,650%	-2.762,50
0,00%	0,650%	0,000%	-0,650%	-2.762,50
0,25%	0,900%	0,250%	-0,650%	-2.762,50
0,50%	1,150%	0,500%	-0,650%	-2.762,50
0,75%	1,400%	0,750%	-0,650%	-2.762,50
1,00%	1,650%	1,000%	-0,650%	-2.762,50
1,25%	1,900%	1,250%	-0,650%	-2.762,50
1,50%	2,150%	1,500%	-0,650%	-2.762,50
1,75%	2,400%	1,750%	-0,650%	-2.762,50
2,00%	2,650%	2,000%	-0,650%	-2.762,50
2,25%	2,900%	2,250%	-0,650%	-2.762,50
2,50%	3,150%	2,500%	-0,650%	-2.762,50
2,75%	3,400%	2,750%	-0,650%	-2.762,50
3,00%	3,650%	3,000%	-0,650%	-2.762,50
3,25%	3,900%	3,250%	-0,650%	-2.762,50
3,50%	4,150%	3,500%	-0,650%	-2.762,50
3,75%	4,400%	3,750%	-0,650%	-2.762,50
4,00%	4,400%	4,000%	-0,400%	-1.700,00
4,25%	4,400%	4,250%	-0,150%	-637,50
4,50%	4,400%	4,500%	0,100%	425,00
4,75%	4,400%	4,750%	0,350%	1.487,50
5,00%	4,400%	5,000%	0,600%	2.550,00
5,25%	4,400%	5,250%	0,850%	3.612,50
5,50%	4,400%	5,500%	1,100%	4.675,00
5,75%	4,400%	5,750%	1,350%	5.737,50
6,00%	4,400%	6,000%	1,600%	6.800,00
6,25%	4,400%	6,250%	1,850%	7.862,50
6,50%	4,400%	6,500%	2,100%	8.925,00
6,75%	4,400%	6,750%	2,350%	9.987,50
7,00%	4,400%	7,000%	2,600%	11.050,00
7,25%	4,400%	7,250%	2,850%	12.112,50
7,50%	4,400%	7,500%	3,100%	13.175,00
7,75%	4,400%	7,750%	3,350%	14.237,50
8,00%	4,400%	8,000%	3,600%	15.300,00



La tabella che precede evidenzia chiaramente che:

- in ipotesi l'Euribor 3m risulti prossimo allo zero il differenziale periodale a sfavore del cliente risulterà pari a circa €. 2.762,00;
- in ipotesi l'Euribor 3m risulti prossimo all' 5% il differenziale a favore del cliente risulterà pari a circa €. 2.550,00;
- In ipotesi l'Euribor 3m risulti prossimo all' 4,400% il differenziale risulterà prossimo allo zero.

Le medesime evidenze in termini grafici sono rappresentabili come segue



La seguente tabella riepiloga i flussi di cassa che le controparti *si sarebbero* scambiati alle varie scadenze trimestrali, considerando con il segno negativo i pagamenti della società cliente e con il segno positivo i pagamenti da parte della Banca.

L'ultima colonna riporta i flussi di cassa differenziali, cioè il pagamento netto che verrà effettuato tra le parti in ciascuna scadenza trimestrale; con segno meno sono gli addebiti che la società cliente subirà sul proprio conto corrente, mentre con il segno positivo sono gli accrediti che riceverà dalla Banca. La sommatoria del valore attuale degli addebiti e degli accrediti attesi dal 29/06/2011 fino alla scadenza il 29/06/2016 è pari a €. -28.741,65 quindi la società cliente dovrà pagare dei flussi di cassa che risultano maggiori di quelli che dovrà ricevere pari a questo importo.





Da	A	Giorni	BNL	REM			Flussi Differenziali
			Variabile Euribor 3M	Fisso 0,65%	Variabile Euribor 3M	Cap K= 3,75%	
29/06/2011	29/09/2011	92	6.592,10	-	-	-	-2.811,59
29/09/2011	29/12/2011	91	7.210,78	-	-	-	-2.768,10
29/12/2011	29/03/2012	91	7.551,50	-	-	1,85	-2.752,83
29/03/2012	29/06/2012	92	7.782,96	-	-	14,95	-2.756,02
29/06/2012	28/09/2012	91	7.860,32	-	-	123,99	-2.603,01
28/09/2012	31/12/2012	94	8.319,52	-	-	236,58	-2.565,10
31/12/2012	28/03/2013	87	7.994,06	-	-	366,82	-2.212,75
28/03/2013	28/06/2013	92	8.733,61	-	-	563,99	-2.148,41
28/06/2013	30/09/2013	94	9.412,40	-	-	700,77	-2.052,90
30/09/2013	30/12/2013	91	9.845,06	-	-	973,54	-1.675,11
30/12/2013	31/03/2014	91	10.180,79	-	-	1.221,27	-1.409,71
31/03/2014	30/06/2014	91	10.501,30	-	-	1.382,71	-1.230,09
30/06/2014	29/09/2014	91	11.186,91	-	-	1.623,19	-970,34
29/09/2014	29/12/2014	91	11.523,06	-	-	1.903,75	-669,98
29/12/2014	30/03/2015	91	11.840,82	-	-	2.192,59	-360,85
30/03/2015	29/06/2015	91	12.140,15	-	-	2.258,86	-273,82
29/06/2015	29/09/2015	92	12.475,46	-	-	2.290,38	-248,55
29/09/2015	29/12/2015	91	12.596,72	-	-	2.522,88	33,06
29/12/2015	29/03/2016	91	12.834,39	-	-	2.780,86	312,92
29/03/2016	29/06/2016	92	13.199,13	-	-	2.893,88	421,53
<b>TOTALE</b>			<b>199.781,04</b>	<b>-52.794,51</b>	<b>-199.781,04</b>	<b>24.052,86</b>	<b>-28.741,65</b>



## **Riassunto delle pattuizioni contrattuali**

**Contratto** - BANCA NAZIONALE DEL LAVORO

CAP SELL DILAZIONATO N. 6132240

### **CARATTERISTICHE STRUMENTO DERIVATO**

**Data Sottoscrizione:** 27 GIUGNO 2011

**Nominale** €. 1.700.000,00

**Data Iniziale:** 29 GIUGNO 2011

**Scadenza:** 29 GIUGNO 2016

**Durata:** 5 anni

**Frequenza Pagamenti Trimestrale tasso parametro A:** ogni 29 settembre, 29 dicembre, 29 marzo, 29 giugno a partire dal 29 settembre 2011 fino al 29 giugno 2016

**Base Tasso Parametro A:** giorni effettivi/360, Adjusted

### **Tasso parametro A con Barriera / Soglia Tasso Parametro A:**

- Euribor 3 mesi + Spread Tasso Parametro A su base annua, se Euribor 3 mesi, con rilevazione standard risulta inferiore al 3,750%;
- 3.750% + Spread Tasso Parametro A su base annua, se Euribor 3 mesi, con rilevazione standard, risulta uguale o superiore al 3.750%

**Spread Tasso Parametro A:** 0,65% su base annua

**Tasso interessi di mora:** Euribor 3 mesi

**Debitore Tasso Parametro A:** R.E.M. S.P.A. REVOLUTION ENERGY MAKER



**Upfront A: =**

**Frequenza Pagamenti Trimestrale tasso parametro B:** ogni 29 settembre, 29 dicembre, 29 marzo, 29 giugno a partire dal 29 settembre 2011 fino al 29 giugno 2016

**Tasso Parametro B:** Euribor 3 mesi, con rilevazione standard

**Barriera/Soglia Tasso Parametro B: =**

**Base Tasso Parametro B:** giorni effettivi/360, Adjusted

**Debitore Tasso Parametro B:** BANCA NAZIONALE DEL LAVORO S.P.A.

**Upfront B: =**

**A VALERE SU FINANZIAMENTO BNL: NO**

**Tasso Parametro R.E.M. s.p.a.:**

Periodo	Dal	Al	Tasso	Condizione
Intero	29/06/11	29/06/16	Euribor 3M + 0,650%	Euribor 3M < 3,750%
			4,440%	Euribor 3M >= 3,750%

**Tasso Parametro B.N.L. s.p.a. :**

Periodo	Dal	Al	Tasso	Condizione
Intero	29/06/11	29/06/16	Euribor 3M	

Le rilevazioni del Tasso Euribor 3M avvengono all'inizio di ciascun trimestre (in advance)

A fronte della sottoscrizione del contratto la società cliente non ha ricevuto alcun Up Front.

XC



**Caratteristiche del contratto IRS N. 1006250034**

**Premesse specifiche al derivato IRS n.6132240 del 27.06.2011**

Nelle pagine precedenti sono state fornite le nozioni astratte di tecnica bancaria necessarie a descrivere e comprendere la tipologia di contratto derivato a cui è riconducibile quello oggetto di causa e con talune annotazioni incidentali si è cercato, di volta in volta, di evidenziare le caratteristiche concrete del contratto.

Le analisi probabilistiche di scenario, rappresentano la modalità con la quale la Banca illustra all'azienda cliente i vantaggi e gli svantaggi dello strumento di copertura dal rischio tasso oggetto del contratto. Descrivere le conseguenze economiche e finanziarie dell'adozione di un contratto Swap, piuttosto che di un contratto di Opzione piuttosto che non adottare nessun strumento di copertura. Il contratto di Interest Rate Swap basa la sua valutazione iniziale sulle aspettative di variazione dei tassi di interesse variabili in futuro e su queste valutazioni definisce qual è il tasso fisso per il quale è indifferente nel futuro pagare sempre per ogni scadenza un tasso fisso piuttosto che un tasso variabile aleatorio che può essere crescente o meno. Queste valutazioni non rappresentano ovviamente una certezza ma solo una probabilità, che in qualsiasi momento futuro possono essere smentite. Se la dinamica dei tassi di interesse variabili in futuro sarà diversa dalle valutazioni fatte in fase contrattuale, uno dei due contraenti otterrà un guadagno e l'altro una perdita.

*Agli atti, al momento della redazione di questa relazione peritale, non risulta alcun riferimento agli scenari*



*probabilistici di sviluppo futuro basato su dati statistici riferiti alla curva dei tassi forward.*

### **Funzione e caratteristiche**

Il contratto derivato IRS 1006250034 non è un "plain vanilla" ma bensì è un contratto strutturato, cioè dove una o tutte e due le gambe dello swap sono composte da più strumenti finanziari e spesso di natura opzionaria ( fig. 2).

IL CASO.it

Figura n. 2 Schema IRS 1006250034

		<b>GAMBA 1</b>		<b>GAMBA 2</b>		
			<b>BNL</b>	<b>REM</b>		
			Vende	Vende	Vende	Compra
			<b>BOND</b>	<b>BOND</b>	<b>BOND</b>	<b>CAP</b>
			Tasso Variabile	Tasso Variabile	Tasso Fisso	Strike Euribor 3M
<b>DA</b>	<b>A</b>		Euribor 3M	Euribor 3M	0,650%	3,75%
29/06/2011	29/06/2016					



La gamba della società R.E.M. SpA è composta da:

- n. 1 obbligazione a tasso variabile dove il parametro è il tasso Euribor 3 mesi; la rilevazione del tasso reset avviene in advance, cioè due giorni lavorativi antecedenti l'inizio del trimestre;
- n. 1 obbligazione a tasso fisso del 0,650%;
- n. 1 opzione sui tassi di interesse del tipo Cap con sottostante il tasso Euribor 3 mesi e strike 3,750%; la rilevazione del tasso reset avviene in advance, cioè due giorni lavorativi antecedenti l'inizio del trimestre;

La società cliente per tutta la durata del contratto IRS si impegna a pagare a favore della Banca ogni tre mesi, un tasso di interesse il cui valore è condizionato dal verificarsi di due eventi legati all'andamento del tasso euribor 3 mesi:

a) se il tasso Euribor 3 mesi è inferiore al 3,750% pagherà un tasso di interesse variabile pari alla sommatoria tra il tasso Euribor 3 mesi e uno spread fisso del 0,650%;

b) se il tasso Euribor 3 mesi è uguale o superiore al 3,750% pagherà un tasso di interesse fisso, pari alla sommatoria tra il tasso soglia del 3,750% e lo spread fisso del 0,650% per un totale del 4,400%.

La gamba della BANCA NAZIONALE DEL LAVORO è composta da una obbligazione a tasso variabile dove il parametro è il tasso Euribor 3 mesi; la rilevazione del tasso reset avviene in



advance, cioè due giorni lavorativi antecedenti l'inizio del trimestre.

La Banca per tutta la durata del contratto IRS si impegna a pagare a favore della società cliente ogni tre mesi, un interesse variabile pari a Euribor 3 mesi.

In pratica la struttura di questo Swap si comporta come uno swap del tipo "variabile-variabile" quando il tasso Euribor 3 mesi assume valori sotto la soglia del 3,750% e come uno swap "fisso-variabile" quando il tasso Euribor 3 mesi assume valori uguale o superiore al 3,750%.

Sotto la soglia del 3,750% la società cliente paga il tasso variabile Euribor 3 mesi + 0,650% e riceve dalla Banca il tasso variabile Euribor 3 mesi.

Ambedue le controparti pagano il medesimo tasso variabile Euribor 3 mesi le cui caratteristiche sono tutte identiche, in quanto in ambedue i casi la rilevazione del tasso reset avviene in modalità advance, quindi due giorni lavorativi antecedenti l'inizio del trimestre e i giorni del trimestre sono calcolati in modalità ACT/360, cioè si calcolano i giorni di calendario del trimestre e si rapportano all'anno commerciale composto da 360 giorni.

Il risultato netto della struttura è che in ogni trimestre nel quale il tasso Euribor 3 mesi assume valori sotto la soglia del 3,750%, la società cliente paga un tasso fisso del 0,650%, cioè sarà sempre debitrice nei confronti della Banca.

Sopra la soglia del 3,750% la società cliente paga un tasso fisso del 4,400% e riceve dalla Banca sempre il tasso variabile Euribor 3 mesi.



In questo caso la società cliente continuerà a subire una perdita per valori dell'Euribor 3 mesi compresi tra la soglia del 3,750% e il valore del 4,400% e quindi risulterà sempre a debito nei confronti della Banca.

Solo quando il tasso Euribor 3 mesi raggiunge il valore del 4,400% la società cliente cessa di essere in perdita e a partire dal valore del 4,400% inizierà a maturare i suoi primi guadagni, cioè risulterà essere a credito nei confronti della Banca.

Complessivamente l'IRS CAP SELL DILAZIONATO 6132240 si comporta come una Opzione Cap.

La società cliente ha sottoscritto formalmente con la Banca un contratto swap sui tassi di interesse e sostanzialmente è come se avesse stipulato un contratto di Opzione sui tassi di interesse del tipo Cap con strike 4,400%.

Il contratto di Opzione Cap di per sé è un ottimo contratto per la copertura del rischio variazione tassi di interesse, perché è molto semplice da comprendere, ha un costo trasparente e chiaro, denominato premio e non presenta rischi di gravi e sostanziose perdite, se non il premio pagato per l'acquisto.

In definitiva il contratto IRS CAP SELL DILAZIONATO in oggetto lo possiamo considerare come un ibrido, perché non è del tipo "plain vanilla" in quanto nella struttura include la presenza di una componente derivata; non è un IRS speculativo perché la componente derivata è una opzione cap che risulta acquistata dalla società cliente e quindi non ha natura speculativa e nel contempo non è nemmeno una Opzione Cap semplice.

XCV





### Flussi di Cassa

Dall'analisi effettuata risultano i flussi di cassa come da tabella sottostante, alcuni effettivamente pagati come da evidenze in estratto conto, mentre per i flussi evidenziati dal 2015 al 2016 si devono considerare gli importi come proiezioni poiché non risultano in atti estratti conto che confermino l'effettivo pagamento dei differenziali residuali.

- L'importo dei flussi deriva dallo scambio dei flussi di cassa differenziali netti in ciascun trimestre evidenziato.
- Non risulta in atti, in fase di sottoscrizione del contratto, che peraltro nemmeno lo prevedeva, versamento di importo a titolo di upfront.

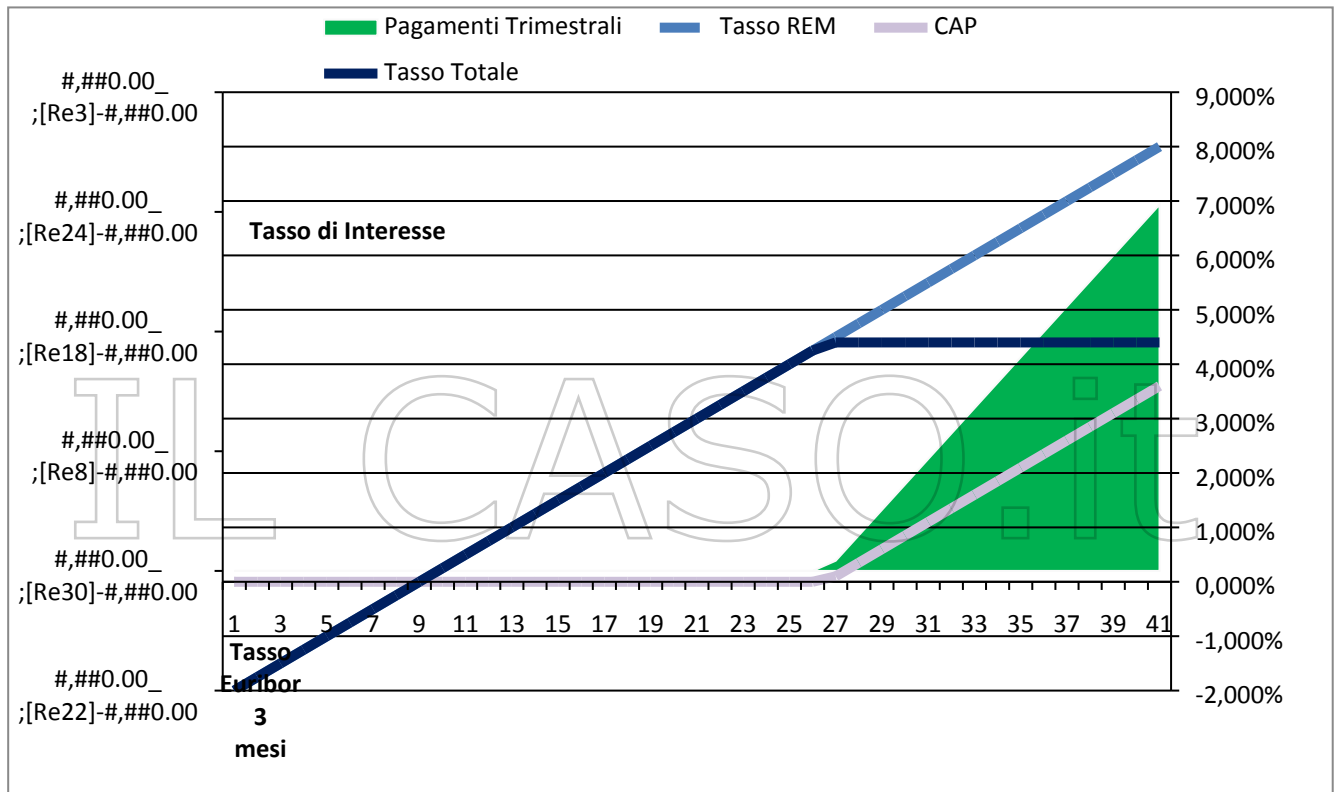
Relativamente agli scambi dei flussi differenziali netti, si evidenzia che ne sono stati prospettati n. 19 e riscontrati n. 14 fino al 29/03/2016 dei quali tutti a debito della società cliente per un totale di €. -53.254,82



Banca	N. Contratto	Derivato	Data	Flussi Differenziali	UP Front	Utile/Perdita Estinzione	Totale Flussi
BNL	1	IRS 6132240	29/09/2011	-2.823,89			
BNL	1	IRS 6132240	29/12/2011	-2.793,19			
BNL	1	IRS 6132240	29/03/2012	-2.793,19			
BNL	1	IRS 6132240	29/06/2012	-2.823,89			
BNL	1	IRS 6132240	28/09/2012	-2.793,19			
BNL	1	IRS 6132240	31/12/2012	-2.885,28			
BNL	1	IRS 6132240	28/03/2013	-2.670,42			
BNL	1	IRS 6132240	28/06/2013	-2.823,89			
BNL	1	IRS 6132240	30/09/2013	-2.885,28		addebiti riscontrati	
BNL	1	IRS 6132240	30/12/2013	-2.793,19			
BNL	1	IRS 6132240	31/03/2014	-2.793,19			
BNL	1	IRS 6132240	30/06/2014	-2.793,19			
BNL	1	IRS 6132240	29/09/2014	-2.793,19			
BNL	1	IRS 6132240	29/12/2014	-2.793,19			
BNL	1	IRS 6132240	30/03/2015	-2.793,19			
BNL	1	IRS 6132240	29/06/2015	-2.793,19			
BNL	1	IRS 6132240	29/09/2015	-2.823,89			
BNL	1	IRS 6132240	29/12/2015	-2.793,19			
BNL	1	IRS 6132240	29/03/2016	-2.793,19			
<b>Totale</b>				<b>-53.254,82</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>-53.254,82</b>



Grafico Pay off Opzione CAP con strike 4,400%



Nella figura si vede bene come il tasso totale ( linea blu) che la società cliente andrebbe a pagare grazie alla copertura dell'opzione CAP sarebbe pari al massimo al 4,400%; la linea blu è crescente fino a quando il tasso Euribor 3 mesi raggiunge il valore del 4,400%, poi diventa orizzontale e costante al valore del 4,400% indipendentemente dai valori maggiori che dovesse assumere l'Euribor.



## Copertura Rischio o Speculazione

### ALEATORIO/SPECULATIVO

Giova ribadire che nella prassi finanziaria, relativamente alla finalità di impiego, i derivati si distinguono in:

- derivati di negoziazione (o speculativi)
- derivati di copertura.

Un derivato con finalità di copertura si propone di neutralizzare le conseguenze negative di variazioni sfavorevoli, ovvero inattese, di variabili finanziarie come: tassi di interesse, tassi di cambio, prezzi di azioni e merci, ecc.

In altre parole, un'operazione avente ad oggetto strumenti finanziari derivati si qualifica come di «copertura» quando ha la funzione di ridurre o trasferire l'esposizione al rischio, con l'obiettivo di proteggere il valore di singole attività o passività, ovvero di insiemi di attività e/o passività, da andamenti avversi di mercato.

Un derivato può essere utilizzato anche con finalità di negoziazione o speculativa (trading).

In tal caso l'operatore agisce con lo scopo di ottenere profitti, basandosi sulle proprie previsioni circa l'andamento di variabili finanziarie rilevanti.

Le analisi probabilistiche di scenario, rappresentano la modalità con la quale la Banca illustra all'azienda cliente i vantaggi e gli svantaggi dello strumento di copertura dal rischio tasso oggetto del contratto.



Descrivere le conseguenze economiche e finanziarie dell'adozione di un contratto Swap, piuttosto che di un contratto di Opzione piuttosto che non adottare nessun strumento di copertura.

Il contratto di Interest Rate Swap basa la sua valutazione iniziale sulle aspettative di variazione dei tassi di interesse variabili in futuro e su queste valutazioni definisce qual è il tasso fisso per il quale è indifferente nel futuro pagare sempre per ogni scadenza un tasso fisso piuttosto che un tasso variabile aleatorio che può essere crescente o meno.

Queste valutazioni non rappresentano ovviamente una certezza ma solo una probabilità, che in qualsiasi momento futuro possono essere smentite.

Se la dinamica dei tassi di interesse variabili in futuro sarà diversa dalle valutazioni fatte in fase contrattuale, uno dei due contraenti otterrà un guadagno e l'altro una perdita.

Nel caso specifico del contratto IRS in oggetto il cliente partiva in perdita per l'importo del mark to market iniziale e sarebbe incorsa in una maggior perdita nel caso in cui le valutazioni sulla dinamica futura del tasso Euribor 3 mesi sarebbero risultate nel prosieguo sopravvalutate, in questo caso non sopravvalutate e nemmeno sottovalutate poiché il tecnico di parte bancaria sostiene che il cliente si stava assicurando contro il rischio di aumento di tasso.

In poche parole se in futuro il tasso Euribor 3 mesi avesse avuto una crescita inferiore alle aspettative fatte in data di sottoscrizione, che abbiamo visto non sono state esplicitate, o più correttamente il CTU non ne ha rilevato la menzione esplicita; il cliente si sarebbe ritrovato a subire una uscita finanziaria trimestrale molto maggiore rispetto al caso in cui non avesse adottato nessuna forma di copertura dal rischio tasso di interesse.



Non è corretto asserire che stipulare un contratto Swap non comporta alcun rischio, comporta ovviamente la possibilità di neutralizzare un rischio negativo (tasso Euribor 3 mesi che cresce di più delle aspettative) ma nel contempo rinunciare a un rischio positivo (tasso Euribor 3 mesi che cresce meno delle aspettative).

Non ho trovato in atti una valutazione ponderata delle conseguenze finanziarie dell'adozione di queste forme di copertura rischio tasso, cioè mancato riscontro di alea razionale.

L'alea razionale, cioè la consapevolezza dei vantaggi e degli svantaggi di adottare uno strumento finanziario derivato per la copertura del rischio tasso di interesse, si acquisisce quando c'è la consapevolezza degli effetti economico finanziari in funzione dei valori che la variabile aleatoria "Euribor 3 mesi" potrà assumere in futuro.

Sottoscrivere un contratto derivato del tipo in oggetto "Interest Rate Swap" significa sostanzialmente prendere "posizione" sui valori che in futuro assumerà la variabile aleatoria "Euribor 3 mesi"

Al pari di altre scommesse c'è la possibilità di conoscere in anticipo quali saranno gli effetti economico finanziari in base ai vari potenziali risultati della variabile aleatoria e poter valutare consapevolmente se c'è convenienza a stipulare questo contratto oppure no

In alcuni casi la convenienza c'è in altri no, o meglio il prezzo da pagare nel caso di un risultato avverso può giustificare la stipula oppure sconsigliarla.

*Alea razionale significa nel caso di questo IRS, essere anche consapevoli dei flussi finanziari e degli effetti economici derivanti dai valori che potrebbe assumere il tasso Euribor 3 mesi negli anni futuri.*



*Se fosse necessario o meno spiegare e illustrare chiaramente prima di far sottoscrivere il contratto swap al cliente quali potevano essere gli effetti economico finanziari sia nel caso di aumento dei tassi di interesse che nel caso opposto di riduzione degli stessi, è da collegarsi alla valutazione MIFID intercorsa tra cliente e istituzione bancaria.*

Differentemente dalle operazioni di copertura, nelle quali il rischio è preesistente e viene annullato, in quelle aventi finalità speculativa, il rischio non esisteva e viene a configurarsi proprio con l'operazione stessa.

Con massimo formalismo devo evidenziare che il contratto stipulato in data 27 giugno 2011 non esplicita palesemente quale fosse il finanziamento sottostante portatore di un rischio finanziario di variazione del tasso di interesse che con la sottoscrizione si intendeva mitigare.

***Pregando di non confondere la strutturazione con il percorso evolutivo della relazione di copertura, il derivato in analisi è stato strutturato come un derivato di copertura.***



**Pricing in data 2011**

Pricing SWAP n 6132240		
Nominale		€ 1.700.000
Data Valutazione		27/06/2011
Data Inizio		29/06/2011
Data Scadenza		29/06/2016
<b>Componenti Obbligazionarie/Derivative a Carico della Banca (A)</b>		
<b>Descrizione</b>	<b>Valore attualizzato</b>	<b>% sul Nominale</b>
Componente obbligazionaria □ <b>Tasso Variabile Euribor 3M</b>	199.781,04	11,75%
Componente derivativa □		0,00%
<b>TOTALE</b>	<b>199.781,04</b>	<b>11,75%</b>
<b>Componenti Obbligazionarie/Derivative a Carico del Cliente (B)</b>		
<b>Descrizione</b>	<b>Valore attualizzato</b>	<b>% sul Nominale</b>
Componente obbligazionaria □ <b>Tasso Fisso 0,65%</b>	52.794,51	3,11%
Componente obbligazionaria □ <b>Tasso Variabile Euribor 3M</b>	199.781,04	11,75%
Componente derivativa □ <b>Euribor 3M Cap k = 3,75%</b>	- 24.052,86	-1,41%
<b>TOTALE</b>	<b>228.522,69</b>	<b>13,44%</b>
<b>Valore di Mercato (MTM) Negativo per il Cliente (A-B)</b>	<b>-€ 28.741,65</b>	<b>-1,69%</b>
<b>UpFront ricevuto dal Cliente</b>	<b>€ 0,00</b>	<b>0,00%</b>
<b>Δ Valore negativo per il Cliente</b>	<b>-€ 28.741,65</b>	<b>-1,69%</b>





**Pricing in data giugno 2016**

Pricing SWAPn 6132240		
Nominale		<b>€ 1.700.000</b>
Data Valutazione		<b>01/06/2016</b>
Data Inizio		29/06/2011
Data Scadenza		29/06/2016
<b>Componenti Obbligazionarie/ Derivative a Carico della Banca (A)</b>		
<b>Descrizione</b>	<b>Valore attualizzato</b>	<b>% sul Nominale</b>
Componente obbligazionaria □ <b>Tasso Variabile Euribor 3M</b>	- 1.047,14	-0,06%
		0,00%
<b>TOTALE</b>	- 1.047,14	<b>-0,06%</b>
<b>Componenti Obbligazionarie/ Derivative a Carico del Cliente (B)</b>		
<b>Descrizione</b>	<b>Valore attualizzato</b>	<b>% sul Nominale</b>
Componente obbligazionaria □ <b>Tasso Fisso 0,65%</b>	2.824,25	0,17%
Componente obbligazionaria □ <b>Tasso Variabile Euribor 3M</b>	- 1.047,14	-2,46%
Componente derivativa □ <b>Euribor 3M Cap k = 3,75%</b>	-	0,00%
<b>TOTALE</b>	<b>1.777,11</b>	<b>0,10%</b>
<b>Valore di Mercato (MTM) Negativo per il Cliente (A-B)</b>	<b>-€ 2.824,25</b>	<b>-0,17%</b>
<b>Valore di Mercato (MTM) comunicato dalla Banca</b>		<b>0,00%</b>
<b>Δ</b>	<b>-€ 2.824,25</b>	<b>-0,17%</b>



Il mispricing evidenziato, deriva dalla componente obbligazionaria in mano alla società cliente di importo maggiore rispetto alla componente obbligazionaria in mano alla Banca e compensato solo parzialmente dalla componente derivata sempre in mano alla società cliente.

Il valore attuale della componente obbligazionaria della Banca era pari a €. 199.781,04 mentre quella della società cliente era sempre di €. 199.781,04 alla quale aggiungere €. 52.794,51

La componente derivata rappresentata dall'opzione Cap del valore di €. 24.052,86 andava a ridurre il mispricing di €. - 199.781,04 della componente obbligazionaria, portando il valore netto del contratto swap ad €. - 28.741,69 a debito della società cliente.

Alla data di sottoscrizione del contratto, la curva dei tassi della zona Euro presentava un'inclinazione positiva per tutta la durata del contratto, però leggermente convessa fino a scadenze di 7 anni e successivamente leggermente concava.

Conseguentemente i valori attesi (o tassi Forward ) dell'Euribor 3M risultavano crescenti in maniera costante e continuativa fino al 2017 dove raggiungeva il valore massimo del 4.30% in data reset 29/03/2017 per poi scendere e restare all'interno di uno stretto range 3,66% - 4,00%

Il tasso pari al 4,400% superato il quale la società cliente avrebbe iniziato a conseguire flussi di cassa positivi e quindi a guadagnare dallo swap, era alla data di sottoscrizione, superiore rispetto alle rilevazioni dei tassi forward per l'Euribor 3M.

I tassi forward risultano per tutta la durata contrattuale essere inferiori al tasso soglia del 4,400% Il valore massimo assunto dal tasso forward dell'Euribor 3 mesi era pari a 4,30% a marzo 2017.



Estratto dal sito internet [www.revolutionenergymaker.com](http://www.revolutionenergymaker.com)

Revolution Energy Maker, R.E.M. S.p.A., è una holding industriale con sede a Coccaglio, in provincia di Brescia, nata nel 2008 su iniziativa di sei storiche aziende italiane operanti nel settore della produzione e distribuzione dell'energia elettrica, nella ricerca e nello sviluppo tecnologico, che si sono unite con l'obiettivo di progettare, realizzare e gestire impianti fotovoltaici innovativi per i quali è stato coniato il termine Agrovoltaico®.

Le sei aziende (Sandrini S.p.A. di Mantova, Intergeo S.r.l. di Remedello, in provincia di Brescia, Andrea Fustinoni & Figli S.p.A. di Bergamo, Dermotricos S.r.l. di Coccaglio, Impresa Melis di Cagliari, Biesse S.r.l. di Genova) si occupano di progettazione e installazione di linee elettriche di bassa, media e alta tensione; bioarchitettura; indagini geognostiche e restauro di edifici monumentali; sviluppo e installazione di centrali idroelettriche, fotovoltaiche, eoliche; impianti di cogenerazione; sistemi scientifici di controllo.

Nel complesso hanno prodotto nel 2011 un volume d'affari di circa 33 milioni di euro, impiegando più di 500 risorse umane, di cui oltre 100 tecnici specializzati. A maggio del 2011, la SGR FuturImpresa SpA, creata dalle Camere di Commercio di Milano, Como, Bergamo e Brescia per sostenere le Pmi lombarde nei propri processi di sviluppo, è entrata nel capitale sociale di R.E.M. con una quota pari all'11%.

Informazioni rilevanti derivate dalla visura camerale depositata in atti allegata alla Perizia di parte redatta dal Dott. Fulvio Stefanelli.

Data di costituzione 21.02.2008

Capitale sociale in euro: 7.363.879,00

CVI



## **LE TECNICHE DI VALUTAZIONE**

Malgrado non appaiano esplicitate le formule matematiche o i modelli -tra i tanti astrattamente disponibili- a cui le parti possano riferirsi al fine di procedere all'attualizzazione dei flussi futuri attendibili in forza dello scenario esistente lo scrivente ha impostato la valutazione secondo le tecniche sottoesposte.

Le tecniche di valutazione utilizzate per stimare il valore dei contratti sono:

- Discounting Cash Flow Analysis;
- Option Pricing Models: il Modello di Black;
- Option Pricing Models: il Modello di Hull e White;
- Option Pricing Models: simulazione Montecarlo

La "Discounting Cash Flow Analysis" è stata utilizzata stimare le "gambe obbligazionarie" di ciascun contratto. In particolare, è stato stimato il valore di ciascuna gamba attraverso la somma algebrica del valore attuale dei flussi di cassa futuri attualizzati sulla base dei Tassi Spot di mercato alle date di valutazione. Nel caso di flussi di cassa futuri legati all'andamento di un tasso variabile, sono stati utilizzati anche i Tassi Forward determinati sulla base dei tassi di mercato alle date di valutazione. Gli "Option Pricing Models" sono impiegati per valutare le componenti a contenuto opzionale, ovvero quelle componenti in cui i valori dei flussi di cassa futuri sono soggetti ad elementi di aleatorietà. In tal caso è necessario:

- assegnare una probabilità ad ogni possibile valore futuro dei parametri di indicizzazione;
- determinare i flussi di cassa;



- ponderare detti flussi per le rispettive probabilità di realizzazione

In particolare, il modello utilizzato per stimare le componenti a contenuto opzionale standard di ciascun contratto (dal contenuto quindi non prettamente esotico) è il cd. Modello di Black, ovvero il modello proposto da Fischer Black per i derivati su tassi di interesse. Il modello sopraccitato richiede quali variabili di input i seguenti parametri di mercato: i Tassi Forward determinati sulla base dei tassi di mercato alle date di valutazione; le volatilità dei tassi di interesse alle date di valutazione, ossia la variabilità dei tassi misurata sulla base della volatilità implicita nei prezzi di mercato relativi alle opzioni su tassi di interesse. Per stimare le componenti opzionali a contenuto esotico, per esempio eventuali componenti opzionali con clausole cosiddette di Range Accrual, il modello utilizzato è invece il Modello di Hull e White ad un fattore. Tale modello richiede come variabili di input la definizione della struttura a termine (la curva dei tassi presente sul mercato, per la quale vengono utilizzati gli strumenti più liquidi quotati) ed una stima della volatilità dei tassi di interesse alle date di valutazione.

La tecnica di simulazione cosiddetta Montecarlo viene utilizzata per la stima dei prezzi di opzioni (in questo caso su indici, singoli titoli azionari o valute) a contenuto esotico per la cui determinazione non esistono soluzioni in forma chiusa. La tecnica Montecarlo consiste nel simulare un elevato numero di valori a scadenza dell'opzione il cui valore medio indica la stima del prezzo della stessa. In questo ambito rilevante importanza è assunta da una corretta stima della volatilità del sottostante.



Con il solo, esclusivo e limitato scopo di fornire un riassunto che possa rendere più agevole la fruibilità dell'elaborato peritale il CtU redige di seguito una sommaria ricostruzioni delle risposte fornite al Sig. Giudice, rimandando per gli approfondimenti alle apposite sezioni.

**5.1) Risposta alla prima parte del quesito**

*il Giudice dato atto di quanto sopra, invita al CTU, sono nell'ipotesi in cui ciò emerga dagli atti già prodotti, a verificare se il prodotto fornito rientrava o meno nell'ambito di una negoziazione in conto proprio dell'istituto di credito.*

Il prodotto fornito potrebbe essere, stante la documentazione in atti, sia una strutturazione interna alla banca che lo ha confezionato e negoziato in proprio esattamente come potrebbe essere stato acquistato da terzi che lo hanno strutturato e commercializzato lasciando alla banca il compito di proporlo alla propria clientela. Per rispondere alla domanda se il prodotto fornito rientrasse o meno nell'ambito di una negoziazione in conto proprio dell'istituto di credito; il CTU non ha strumenti per escluderlo e nemmeno per confermarlo.

In ossequio alle osservazioni, la sezione conclusiva contiene una maggiore disamina del tenore di questa risposta.

**5.2) Risposta alla seconda parte del quesito**

*previa eventuale acquisizione ex art. 210 c.p.c. dell'ulteriore documentazione che sia nella disponibilità esclusiva della società convenuta ed abbia concorso a fornirle il quadro delle previsioni sull'andamento del tasso Euribor*



*nel momento in cui è stato sottoscritto il contratto di cap sell dilazionato n. 6132240 stipulato in data 27.6.2011*

non è stato possibile rinvenire e non sono state fornite nemmeno in sede di operazioni peritali le informazioni che avrebbero concorso a fornire alla banca il quadro delle previsioni sull'andamento del tasso Euribor.

**5.3) Risposta alla terza parte del quesito**

*quale sia la reale natura di quest'ultimo*

la natura strutturale del prodotto derivato che è stato analizzato, fermo restando le esaustive tematiche del funzionamento esposte nel corpo della relazione, è di struttura di copertura avendo la forma atta a coprire e proteggere il sottoscrittore da aumenti del tasso Euribor. Trovo più difficile trovare una diretta correlazione esplicita e codificata tra il tasso Euribor 3 mesi oggetto dello scambio dei differenziali e il tasso non direttamente collegato formalmente alle facilitazioni di credito concesse, così come la durata temporale non è coincidente, punto sul quale le conclusioni offriranno maggiore dettaglio.

**5.4) Risposta alla quarta parte del quesito**

*descrivendone funzione e caratteristiche, ossia se abbia carattere aleatorio/speculativo, come dedotto nell'atto introduttivo, ovvero meramente assicurativa/di protezione in relazione al rischio di rialzo dei tassi di interesse*

fermo restando le riserve espresse al punto precedente e più dettagliatamente nel corpo della relazione, il derivato è non sicuramente strutturato come un derivato speculativo.



5.5) **Risposta alla quinta parte del quesito**

*nel far ciò verificarsi, in particolare, quale fosse il valore dello strumento derivato al momento della stipulazione del contratto*

il valore mark to market al momento della stipulazione, che è il risultato delle differenze delle obbligazioni e delle opzioni in mano alle controparti è pari a euro -28.741,65. Nelle conclusioni verrà offerto maggiore dettaglio riguardo la attribuzione del concetto di stima riferibile alle risultanze numeriche di un'analisi di un prodotto derivato.

5.6) **Risposta alla sesta parte del quesito**

*e la sua congruità rispetto alla situazione finanziaria della società attrice*

per rispondere è necessario integrare dati oggettivi e riscontri numerici per fornire un resoconto non opinabile, spesso dovendosi basare su informazioni frammentarie. È utile aggiungere che la correlazione tra i tassi dei prodotti oggetto di valutazione (tasso del debito e tasso del derivato) non sono necessariamente collegati alla situazione finanziaria poiché l'accesso al credito, soprattutto in periodi di offerta di denaro a basso costo, può non essere un indicatore di difficoltà finanziaria.

Sulla sussistenza della causa astratta vanno fatte plurime valutazioni. Dedotta la stabilità riferibile alla compagine sociale, assunta la dichiarazione patrimoniale del capitale sociale, non disponibili altri dati di bilancio e constatata l'esigua presenza di addetti diretti ma allo stesso tempo la facile reperibilità di nozionisti, è ragionevole ritenere una





plausibile sussistenza di congruità del prodotto finanziario derivato rispetto alla situazione finanziaria. La congruità è stata valutata anche rispetto alla prospettazione che lo scrivente ha effettuato rispetto agli attesi flussi di cassa. Le riserve espresse al punto 5.3 di questo sommario non sono relative alla congruità del prodotto con la situazione finanziaria conosciuta dallo scrivente alla data di redazione sulla base delle informazioni che è stato possibile reperire.

5.7) **Risposta alla settima parte del quesito**

*indicando specificamente se si tratti di uno strumento par o non par*

il prodotto così come è stato negoziato non è uno strumento par.

IL CASO.it

5.8) **Risposta alla ottava parte del quesito**

*in tale ultimo caso, quantificando l'eventuale valore negativo (mark to market) gravante sul cliente previa indicazione dei criteri utilizzati per la relativa determinazione;*

- il valore negativo che ha reso il prodotto non par è euro 28.741,65
- il valore dei flussi differenziali prospettati è euro - 53.254,84 di cui una sola parte è dimostrabile come effettivamente pagata. Gli addebiti riscontrabili ammontano a euro 39.258,17



5.9) **Risposta alla nona parte del quesito**

inoltre, previa applicazione della medesima formula utilizzata pro tempore dalla Banca d'Italia, verifichi l'eventuale superamento del tasso soglia antiusura nel corso dei trimestri allegati nella perizia prodotta dall'attrice al documento n. 8, da cui sembrerebbe evincersi che, al lordo della capitalizzazione trimestrale degli interessi passivi ed utilizzando la medesima formula della Banca d'Italia, il tasso soglia sarebbe stato superato in un unico trimestre relativamente al conto n. 2585 ed in ben tre trimestri relativamente al conto n. 282412; determini, solo in caso di effettivo superamento nel corso del rapporto, l'ammontare della somma indebitamente addebitata in eccedenza alla cliente rispetto al tasso soglia rispettivamente applicabile”;

CRITERIO APPLICATO: **Banca Italia Vigente**

Nell'analisi è stata adottata la formula tempo per tempo indicata dalla "Istruzioni" della Banca d'Italia. Nel dettaglio, nel periodo sino al 31/12/09 è stata impiegato il seguente algoritmo:

$$\text{TEG} = (\text{interessi} * 365 / \text{numeri debitori}) + (\text{oneri} / \text{accordato})$$

Le CMS, nel rispetto di quanto indicato dalle "Istruzioni", non sono state considerate nel computo del TEG sino al III trim. '05. Nel periodo dal IV trim. '05 al IV trim. '09 le CMS sono state valutate secondo il meccanismo indicato nella Circolare del 02/12/05 della Banca d'Italia. Per il periodo successivo al 31/12/09, invece, è stata adottato il seguente algoritmo, includendo tra gli oneri anche le CMS:

$$\text{TEG} = (\text{interessi} * 365 / \text{numeri debitori}) + (\text{oneri} \text{ annualizzati} / \text{accordato})$$


**Non è stata riscontrato superamento del tasso soglia nei conti analizzati.**

Nel dettaglio il conto 282412

Trimestri	Tipologia conto	Fido	Massimo Scoperto	Numero Debitori	Interessi Debitori	CMS	Spesa generica unica	Totale competenze connesse al credito	Tasso soglia	CMS soglia	BANCA ITALIA VIGENTE						
											TEG Interessi (A)	TEG Oneri (B)	TEG TOTALE (A + B)	Aliquota CMS applicata	Debordo Soglia usura	Stima debordo lordo	Stima debordo Compensato
30/09/2011	ordinario	200.000,00		18.400.000,00	4.486,58		55,00	4.541,58	15,588%	0,000%	8,900%	0,110%	9,010%				
31/12/2011	ordinario	200.000,00		18.400.000,00	4.486,57		55,00	4.541,57	15,525%	0,000%	8,900%	0,110%	9,010%				
31/03/2012	ordinario	200.000,00		7.600.000,00	1.848,09		57,50	1.905,59	15,638%	0,000%	8,900%	0,112%	9,012%				
30/06/2012	ordinario								0,000%	0,000%	0,000%	0,000%	0,000%				
30/09/2012	ordinario								0,000%	0,000%	0,000%	0,000%	0,000%				
31/12/2012	ordinario								0,000%	0,000%	0,000%	0,000%	0,000%				
31/03/2013	ordinario								0,000%	0,000%	0,000%	0,000%	0,000%				
30/06/2013	ordinario								0,000%	0,000%	0,000%	0,000%	0,000%				
30/09/2013	ordinario								0,000%	0,000%	0,000%	0,000%	0,000%				
31/12/2013	ordinario								0,000%	0,000%	0,000%	0,000%	0,000%				
31/03/2014	ordinario								0,000%	0,000%	0,000%	0,000%	0,000%				
Somme Totali					10.821,24	-	167,50	10.988,74							0 Trim.	0	0

Nel dettaglio il conto 282422

Trimestri	Tipologia conto	Fido	Numero Debitori	Interessi Debitori	CMS	Spesa generica unica	Totale competenze connesse al credito	Tasso soglia	CMS soglia	BANCA ITALIA VIGENTE							
										TEG Interessi (A)	TEG Oneri (B)	TEG TOTALE (A + B)	Debordo Soglia usura	Stima debordo lordo	Stima debordo Compensato		
30/06/2011	ordinario	1.500.000,00	3.648.000,00	574,58		3,05	577,63	15,363%	0,000%	5,749%	0,001%	5,750%		NO			
30/09/2011	ordinario	1.500.000,00	121.812.000,00	23.807,59		62,50	23.870,09	15,588%	0,000%	7,134%	0,009%	7,143%		NO			
31/12/2011	ordinario	1.500.000,00	138.000.000,00	27.735,25		55,00	27.790,25	15,525%	0,000%	7,336%	0,011%	7,347%		NO			
31/03/2012	ordinario	1.500.000,00	69.759.731,92	14.465,63		67,50	14.533,13	15,638%	0,000%	7,590%	0,013%	7,602%		NO			
30/06/2012	ordinario	1.500.000,00	45.514.560,00	8.752,90		55,00	8.807,90	15,813%	0,000%	7,039%	0,016%	7,055%		NO			
30/09/2012	ordinario	1.500.000,00	46.014.720,00	6.765,98		55,00	6.820,98	16,413%	0,000%	5,382%	0,016%	5,397%		NO			
31/12/2012	ordinario	1.500.000,00	28.655.623,76	6.772,44		65,00	6.837,44	16,388%	0,000%	8,650%	0,016%	8,666%		NO			
31/03/2013	ordinario								0,000%	0,000%	0,000%	0,000%	0,000%				
30/06/2013	ordinario								0,000%	0,000%	0,000%	0,000%	0,000%				
30/09/2013	ordinario								0,000%	0,000%	0,000%	0,000%	0,000%				
31/12/2013	ordinario								0,000%	0,000%	0,000%	0,000%	0,000%				
31/03/2014	ordinario								0,000%	0,000%	0,000%	0,000%	0,000%				
30/06/2014	ordinario								0,000%	0,000%	0,000%	0,000%	0,000%				
30/09/2014	ordinario								0,000%	0,000%	0,000%	0,000%	0,000%				
31/12/2014	ordinario								0,000%	0,000%	0,000%	0,000%	0,000%				
Somme Totali					88.874,37	-	363,05	89.237,42							0 Trim. in	0	0

Nel dettaglio il conto 2585

Trimestri	Tipologia conto	Fido	Massimo Scoperto	Numero Debitori	Interessi Debitori	CMS	Spesa generica unica	Totale competenze connesse al credito	Tasso soglia	CMS soglia	BANCA ITALIA VIGENTE						
											TEG Interessi (A)	TEG Oneri (B)	TEG TOTALE (A + B)	Debordo Soglia usura	Stima debordo lordo	Stima debordo Compensato	
30/09/2011	scoperto		27.000,00				92,50	92,50	21,425%	0,000%	0,000%	1,370%	1,370%		NO		
31/12/2011	scoperto		27.000,00	1.673.098,98	563,81		62,50	626,31	21,475%	0,000%	12,300%	0,926%	13,226%		NO		
31/03/2012	scoperto		27.000,00	519.345,48	174,53		107,50	282,03	21,463%	0,000%	12,300%	1,593%	13,892%		NO		
30/06/2012	scoperto		27.000,00	2.935.079,08	817,71		67,50	885,21	21,525%	0,000%	10,197%	1,000%	11,197%		NO		
30/09/2012	scoperto		27.000,00	12.817.393,11	2.661,54		62,50	2.724,04	21,875%	0,000%	7,600%	0,926%	8,526%		NO		
31/12/2012	scoperto		27.000,00	1.255.87,68	56,62		62,50	119,12	22,475%	0,000%	16,501%	0,926%	17,427%		NO		
31/03/2013	scoperto		27.000,00	7.847,73	3,55		65,00	68,55	22,938%	0,000%	16,511%	0,963%	17,474%		NO		
30/06/2013	scoperto		27.000,00	251.730,80	113,80		55,00	168,80	23,063%	0,000%	16,501%	0,815%	17,315%		NO		
30/09/2013	scoperto		27.000,00	528.091,79	238,73		55,00	293,73	23,013%	0,000%	16,500%	0,815%	17,315%		NO		
31/12/2013	scoperto		27.000,00	828.811,42	374,67		90,00	464,67	22,663%	0,000%	16,500%	1,333%	17,833%		NO		
31/03/2014	scoperto		27.000,00	1.106.609,28	500,25		90,00	590,25	23,113%	0,000%	16,500%	1,333%	17,833%		NO		
30/06/2014	scoperto		27.000,00	1.432.207,96	647,44		90,00	737,44	22,763%	0,000%	16,500%	1,333%	17,833%		NO		
30/09/2014	scoperto		27.000,00	1.790.918,77	809,59		90,00	899,59	22,863%	0,000%	16,500%	1,333%	17,833%		NO		
31/12/2014	scoperto		27.000,00	2.140.841,91	967,78		90,00	1.057,78	22,913%	0,000%	16,500%	1,333%	17,833%		NO		
Somme Totali					7.930,02	-	1.080,00	9.010,02							0 Trim. in	0	0

5.10) **Risposta alle osservazioni delle parti**

In ordine a quanto osservato dai consulenti tecnici delle parti, il sottoscritto ritiene di aver motivatamente ed ampiamente già risposto attraverso gli assunti dedotti nelle motivazioni di risposta ai quesiti. Evidenzio che le modifiche e i chiarimenti richiesti dalle osservazioni saranno riflessi nella sintesi conclusiva.

Per dovere di completezza, ritiene tuttavia sinteticamente di precisare quanto segue:

**In relazione alle osservazioni di parte attrice**

Ritengo utile ribadire che lo scrivente CTU, come peraltro tutti i CTU, risponde ad un quesito posto dal Giudice e al riguardo non ha proposto o espresso una propria opinione a favore della funzione meramente assicurativa e nemmeno ha espresso il proprio parere nell'identificare o meno il prodotto come puramente ed espressamente speculativo. La funzione del CTU è di offrire concrete, comprensibili ed appropriate analisi tecniche in risposta al quesito posto la cui valutazione degli esiti spettano esclusivamente al Magistrato. Rilevo che le criticità evidenziate dal Dott. Stefanelli sono state oggettivamente presentate dallo scrivente nel corpo della relazione peritale CTU. Nella conclusione delle proprie osservazioni il dott. Stefanelli menziona che ha derivato le proprie convinzioni anche alla luce di documenti che non essendo disponibili in atti, il CTU non ha potuto esaminare. Non è possibile, ovviamente, nemmeno commentarne il contenuto. In conclusione mi permetto di ricordare che il cliente ha sottoscritto la classificazione assegnatagli ai sensi del Regolamento Intermediari Consob.



*In relazione alle osservazioni mosse in riferimento al mancato riscontro del superamento del tasso soglia nei conti correnti analizzati ringrazio sentitamente il dott. Stefanelli poiché scrivendo:*

**Il C.T.U. pertanto, si è attenuto al calcolo del tasso effettivamente applicato sui conti correnti applicando il criterio vigente come indicato dalla Banca d'Italia, così come richiesto espressamente nello stesso quesito.**

*riconosce la correttezza del mio operato sul punto.*

*Ritengo corretto, quindi, allegare il prosieguo delle osservazioni di parte attrice nella loro interezza astenendomi dal commentarle.*

IL CASO.it



**In relazione alle osservazioni di parte convenuta**

Come schematizzato dal dott. Antolini, nel formulare le proprie osservazioni, rispondo alle stesse mediante la stessa struttura, meglio specificando se del caso, le risultanze nelle conclusioni della relazione peritale.

5.1) il dott. Antolini, nelle sue osservazioni sul punto uno, asserisce che nella sostanza l'assunzione del rischio di esposizione nei confronti del cliente non subirebbe una variazione sia che fosse una negoziazione in conto proprio e nemmeno fosse una negoziazione di un prodotto acquistato da terzi e rivenduto. Ritengo la questione così posta non pertinente al quesito poiché, come posta in udienza, la domanda è stata formulata per circoscrivere l'ambito della possibile remunerazione spettante alla banca, in sintesi di riconoscere se applicabile nella forma di commissione o alternativamente di provvigione. Nel caso di indagine prospettato per determinare se l'istituto ha acquistato o meno un prodotto di terzi da proporre all'istante, ritenendo ininfluenti le deduzioni seppur logiche del dott. Antolini, lo scrivente riconferma di non avere possibilità di stabilire una risposta univoca alla domanda posta.

5.3) Condivido il ragionamento espresso dal dott. Antolini nell'evidenziare l'evoluzione delle facilitazioni di credito, soprattutto per quanto concerne eventuali anticipazioni documentali. Non ritengo che il processo di rinnovo delle facilitazioni sia da considerarsi vincolante poiché oltre che per la natura a revoca delle facilitazioni concesse nel caso di specie -che la banca può appunto revocare in qualsiasi momento- sia perché il cliente potrebbe non richiederne la promulgazione o il prolungamento (roll-over), lasciando in



essere però la durata integrale del contratto derivato stipulato.

5.4) Recependo la richiesta di maggiore chiarezza come da osservazioni di parte convenuta, lo scrivente modificherà la costruzione sintattica del punto 5.4 della risposta al quesito nelle conclusioni che verranno redatte a conclusione del lavoro peritale.

5.5) La valutazione è da ritenersi una stima se si desidera attualizzare un valore nel tempo per via delle differenti metodologie disponibili per le valutazioni delle proiezioni. Deve essere ricordato che non esistono prezzi di mercato per prodotti derivati OTC. Un'analisi effettuata su dati certi a data certa offre comunque una stima che però è basata su criteri più omogenei. Stima poiché il valore, in questo caso l'Euribor 3M, è un valore composto da svariati e continui scambi che possono offrire seppur minimi scarti di valutazione soprattutto se non sono conosciuti i parametri di rilevazione, o se parti diverse utilizzano parametri o rilevamenti diversi. Per l'elaborato peritale ho scelto di utilizzare i dati forniti dalla piattaforma Bloomberg.

Il dott. Antolini, quando evidenzia che la differenza è attribuibile ad una diversa valutazione della componente opzionale, esplicita questa potenziale discrasia tra i diversi metodi e varie le piattaforme di rilevamento, che offrendo dati leggermente diversi, forniscono risultati che debbono essere definiti stime.

\*\*\*



## 6) SINTESI CONCLUSIVA

Non avendo le parti mosso osservazioni alla bozza di relazione peritale che necessitassero modifiche alla componente numerica della stessa richiedendo nelle osservazioni maggiori precisazioni che desidero includere nelle seguenti sintesi conclusionali. Avendo risposto alle osservazioni presentate fornendo le relative motivazioni per le scelte operate, si ritiene di confermare le risultanze numeriche già espresse in bozza.

In relazione alle attività compiute, agli accertamenti svolti ed alle deduzioni operate, il sottoscritto può riferire in sintesi conclusiva, nel merito al quesito che:

### 5.1) **Risposta alla prima parte del quesito**

*il Giudice dato atto di quanto sopra, invita al CTU, sono nell'ipotesi in cui ciò emerga dagli atti già prodotti, a verificare se il prodotto fornito rientrava o meno nell'ambito di una negoziazione in conto proprio dell'istituto di credito.*

Il prodotto fornito potrebbe essere, stante la documentazione in atti, sia una strutturazione interna alla banca che lo ha confezionato e negoziato in proprio esattamente come potrebbe essere stato acquistato da terzi che lo hanno strutturato e commercializzato lasciando alla banca il compito di proporlo alla propria clientela. Per rispondere alla domanda se il prodotto fornito rientrasse o meno nell'ambito di una negoziazione in conto proprio dell'istituto di credito; il CTU non ha strumenti per escluderlo e nemmeno per confermarlo.





In ossequio alle osservazioni, si elabora ulteriormente il concetto per confermare anche valutando che l'assunzione del rischio di esposizione nei confronti del cliente non subirebbe una variazione per la banca sia che fosse una negoziazione in conto proprio e nemmeno fosse una negoziazione di un prodotto acquistato da terzi e rivenduto. Ritengo la questione così posta non attinente al quesito poiché, come posta in udienza, la domanda è stata formulata per circoscrivere l'ambito della possibile remunerazione spettante alla banca, in sintesi di riconoscere se applicabile nella forma di commissione o alternativamente di provvigione. Nel caso di indagine prospettato per determinare se l'istituto ha acquistato o meno un prodotto di terzi da proporre all'istante, anche considerando le deduzioni seppur logiche e condivisibili di parte convenuta, lo scrivente riconferma di non avere possibilità di definire una risposta univoca alla domanda posta.

5.2) **Risposta alla seconda parte del quesito**

previa eventuale acquisizione ex art. 210 c.p.c. dell'ulteriore documentazione che sia nella disponibilità esclusiva della società convenuta ed abbia concorso a fornirle il quadro delle previsioni sull'andamento del tasso Euribor nel momento in cui è stato sottoscritto il contratto di cap sell dilazionato n. 6132240 stipulato in data 27.6.2011

non è stato possibile rinvenire e non sono state fornite nemmeno in sede di operazioni peritali le informazioni che avrebbero concorso a fornire alla banca il quadro delle previsioni sull'andamento del tasso Euribor.



5.3) **Risposta alla terza parte del quesito**

*quale sia la reale natura di quest'ultimo*

la natura strutturale del prodotto derivato che è stato analizzato, fermo restando le esaustive tematiche del funzionamento esposte nel corpo della relazione, è di struttura di copertura avendo la forma atta a coprire e proteggere il sottoscrittore da aumenti del tasso Euribor. Trovo più difficile trovare una diretta correlazione esplicita e codificata tra il tasso Euribor 3 mesi oggetto dello scambio dei differenziali e il tasso (non direttamente collegato formalmente) delle facilitazioni di credito concesse, così come non è coincidente la durata temporale tra il prodotto derivato a durata stabilita e le facilitazioni di credito a revoca. In virtù della essenziale necessità di trovare collegamento esplicito, esplicitato e correlato tra prodotto di protezione e prodotto protetto per poter valutare la reale natura si può definire che il prodotto è stato strutturato come prodotto di copertura.

5.4) **Risposta alla quarta parte del quesito**

*descrivendone funzione e caratteristiche, ossia se abbia carattere aleatorio/speculativo, come dedotto nell'atto introduttivo, ovvero meramente assicurativa/di protezione in relazione al rischio di rialzo dei tassi di interesse*

fermo restando le riserve espresse al punto precedente e più dettagliatamente nel corpo della relazione, il derivato è non sicuramente strutturato come un derivato speculativo. Può tecnicamente fornire una copertura al rialzo dei tassi di interesse per come è la stessa struttura del prodotto derivato in analisi. Più complesso è definire, non essendone specificate le correlazioni, il rapporto tra prodotto derivato



e prodotto che si è inteso proteggere dall'eventuale rialzo dei tassi di interesse. Una valutazione teorica, non essendosi verificato l'evento, può asserire che il prodotto -al verificarsi degli eventi per cui è stato creato- avrebbe offerto copertura nei termini esplicitati in dettaglio nella relazione peritale alla sezione *funzioni e caratteristiche* dove ho esposto le funzioni e gli effetti economici delle varie eventualità. Le parti hanno richiesto che il CTU valutasse la *correttezza/adequatezza* delle correlazioni, funzione che è precipua del Giudicante.

5.5) ***Risposta alla quinta parte del quesito***

*nel far ciò verifichi, in particolare, quale fosse il valore dello strumento derivato al momento della stipulazione del contratto*

il valore mark to market al momento della stipulazione, che è il risultato delle differenze delle obbligazioni e delle opzioni in mano alle controparti è *stimato* essere pari a euro -28.741,65.

5.6) ***Risposta alla sesta parte del quesito***

*e la sua congruità rispetto alla situazione finanziaria della società attrice*

per rispondere è necessario integrare dati oggettivi e riscontri numerici per fornire un resoconto non opinabile, spesso dovendosi basare su informazioni frammentarie. È utile aggiungere che la correlazione tra i tassi dei prodotti oggetto di valutazione (tasso del debito e tasso del derivato) non sono necessariamente collegati alla situazione finanziaria poiché l'accesso al credito, soprattutto in periodi di offerta di denaro a basso costo, può non essere un indicatore di difficoltà finanziaria.



Sulla sussistenza della causa astratta vanno fatte plurime valutazioni. Dedotta la stabilità riferibile alla compagine sociale, assunta la dichiarazione patrimoniale del capitale sociale, non disponibili altri dati di bilancio e constatata l'esigua presenza di addetti diretti ma allo stesso tempo la facile reperibilità di nozionisti, è ragionevole ritenere una plausibile sussistenza di congruità del prodotto finanziario derivato rispetto alla situazione finanziaria della società attrice. La congruità è stata valutata anche rispetto alla prospettazione che lo scrivente ha effettuato rispetto agli attesi flussi di cassa. Le riserve espresse al punto 5.3 di questo sommario non sono relative alla congruità del prodotto con la situazione finanziaria conosciuta dallo scrivente alla data di redazione sulla base delle informazioni che è stato possibile reperire.

5.7) **Risposta alla settima parte del quesito**

indicando specificamente se si tratti di uno strumento par o non par

il prodotto così come è stato negoziato non è uno strumento par.

5.8) **Risposta alla ottava parte del quesito**

in tale ultimo caso, quantificando l'eventuale valore negativo (mark to market) gravante sul cliente previa indicazione dei criteri utilizzati per la relativa determinazione;

- il valore negativo stimato che ha reso il prodotto non par è euro 28.741,65
- il valore dei flussi differenziali prospettati è euro - 53.254,84 di cui una sola parte è dimostrabile come



effettivamente pagata. Gli addebiti riscontrabili ammontano a euro 39.258,17

5.9) **Risposta alla nona parte del quesito**

inoltre, previa applicazione della medesima formula utilizzata pro tempore dalla Banca d'Italia, verifichi l'eventuale superamento del tasso soglia antiusura nel corso dei trimestri allegati nella perizia prodotta dall'attrice al documento n. 8, da cui sembrerebbe evincersi che, al lordo della capitalizzazione trimestrale degli interessi passivi ed utilizzando la medesima formula della Banca d'Italia, il tasso soglia sarebbe stato superato in un unico trimestre relativamente al conto n. 2585 ed in ben tre trimestri relativamente al conto n. 282412; determini, solo in caso di effettivo superamento nel corso del rapporto, l'ammontare della somma indebitamente addebitata in eccedenza alla cliente rispetto al tasso soglia rispettivamente applicabile";

**CRITERIO APPLICATO: Banca Italia Vigente**

Nell'analisi è stata adottata la formula tempo per tempo indicata dalla "Istruzioni" della Banca d'Italia. Nel dettaglio, nel periodo sino al 31/12/09 è stata impiegato il seguente algoritmo:

$$TEG = (\text{interessi} * 365 / \text{numeri debitori}) + (\text{oneri} / \text{accordato})$$

Le CMS, nel rispetto di quanto indicato dalle "Istruzioni", non sono state considerate nel computo del TEG sino al III trim. '05. Nel periodo dal IV trim. '05 al IV trim. '09 le CMS



*sono state valutate secondo il meccanismo indicato nella Circolare del 02/12/05 della Banca d'Italia.*

*Per il periodo successivo al 31/12/09, invece, è stata adottato il seguente algoritmo, includendo tra gli oneri anche le CMS:*

*TEG = (interessi \* 365 / numeri debitori) + (oneri annualizzati / accordato).*

**Non è stata riscontrato superamento del tasso soglia nei conti analizzati.**

IL CASO.it

\*\*\*



Ritenendo di aver compiutamente espletato l'incarico ricevuto nel rispetto della ritualità e delle norme del codice di procedura civile, ringraziando la S.V. Ill.ma per la fiducia accordatami, rassegno la presente relazione di Consulenza Tecnica di Ufficio costituita da 127 pagine con 1 allegato, unitamente ai fascicoli di causa per i quali era stata autorizzato il prelievo, rimanendo a disposizione per qualsiasi ulteriore chiarimento.

Data: 17 ottobre 2016

IL C.T.U. INCARICATO  
IL CASO.it

Daniele Tombesi



Documentazione allegata:

- sentenza n. 46669 del 19/12/2011 Corte di Cassazione  
Sez. II Penale

IL CASO.it

