

N. R.G. 2277/2017



REPUBBLICA ITALIANA  
IN NOME DEL POPOLO ITALIANO  
TRIBUNALE ORDINARIO di MONZA

*Prima Sezione CIVILE*  
Giudice dott. *Mirko Buratti*

Il giudice unico ha pronunciato il giorno **09/07/2019** la seguente

**SENTENZA**

nella causa civile di I Grado iscritta al n. **2277/2017** R.G. promossa da:

[REDACTED] **N. 322/2015** (C.F. 06178930159) con il patrocinio dell'avv. [REDACTED] elettivamente domiciliato in [REDACTED]

ATTORE/I

contro

[REDACTED] (C.F. ), con il patrocinio dell'avv. [REDACTED], elettivamente domiciliato in [REDACTED] MILANO presso il difensore avv. [REDACTED]

CONVENUTO/I

**CONCLUSIONI**

Le parti hanno concluso come da fogli depositati telematicamente.

### Concisa esposizione delle ragioni di fatto e di diritto della decisione

Con atto di citazione regolarmente notificato in data 13 febbraio 2017, il [redacted] s.r.l. convenne in giudizio [redacted] s.p.a. e chiese che venisse accertata e dichiarata la nullità dei tre contratti derivati sottoscritti negli anni 2006 e 2007 (ed, in subordine, l'annullamento per errore, dolo e violazione degli obblighi di buona fede in fase precontrattuale e contrattuale), con conseguente condanna della Banca all'integrale restituzione delle somme indebitamente percepite, oltre al risarcimento dei danni.

Il Fallimento evidenziò che [redacted] s.r.l. aveva concluso con la banca, presso la filiale di Cinisello Balsamo, un contratto quadro "derivati OTC tassi di interesse", in data 20 novembre 2006, seguito dalla conclusione di altri tre specifici contratti e, precisamente, quello denominato "Interest Rate Swap - tipologia Gap Floater" n. 611220400 del 22 novembre 2006, avente quale capitale di riferimento il piano di ammortamento del contratto di locazione finanziaria n. 870333/1 e proposto dalla Banca per la copertura del rischio del tasso di interesse, e quelli successivi denominati "Interest Rate Swap - tipologia Gap Floater" n. 705140164 e "Interest Rate Swap" n. 705140172, aventi quale capitale di riferimento € 800.000, ma senza alcun collegamento ad una posizione debitoria per la quale la Banca proponesse copertura del rischio del tasso di interesse. Osservò che tali prodotti si erano rivelati fonte di rischio finanziario, essendo totalmente scollegati dalle reali esigenze dell'operatività commerciale tipica dell'azienda e producendo a suo carico gravi perdite in termini economici. Lamentò che la Banca aveva ommesso di agire con diligenza, correttezza e trasparenza nei confronti della società cliente nella fase della stipulazione e durante lo svolgimento dei rapporti contrattuali, con conseguente nullità dei contratti per difetto di causa, a fronte della pressoché totale assenza di alea per la Banca, la non rispondenza alla funzione di copertura del rischio ravvisabile negli schemi contrattuali, l'assenza del requisito della consapevolezza da parte della Società dell'alea assunta causata da omessa corretta informazione ad opera della Banca e la violazione dell'obbligo di agire con correttezza, diligenza e trasparenza; in subordine, chiese l'annullamento dei contratti per la totale assenza di ogni prospettazione ed informazione circa i rischi dei contratti proposti, nonché per aver operato in conflitto di interessi. Indicò il danno complessivo nella somma di € 558.513,56. Aggiunse che, nel corso del rapporto, la banca non aveva mai fornito le comunicazioni periodiche informative circa l'andamento del *mark to market* dei prodotti derivati, né si era adeguata alla disciplina MIFID 2007.

[redacted] s.p.a. si costituì evidenziando che [redacted] s.r.l. non era una piccola azienda, non aveva ad operazioni finanziarie, bensì società di rilievo, *leader* a livello europeo nel campo delle guarnizioni in silicone, con fortissima propensione all'innovazione ed all'esplorazione di sempre nuovi mercati internazionali. Precisò che, in tale contesto, nel corso del 2006, l'attrice aveva inteso riportare la produzione e la sede sociale a Cinisello Balsamo (da Peschiera Borromeo) ed, individuato l'immobile, si era rivolta alla Banca per la locazione finanziaria, quale forma prescelta per l'acquisto del capannone, e per stipulare, a *latere* del contratto di *leasing*, una forma di copertura in derivati. In vista della stipula del contratto di locazione finanziaria con [redacted] s.p.a., avvenuta a novembre 2006 con contratto n. 870333/1, si erano svolti svariati incontri con il personale preposto della Filiale Imprese di Cinisello Balsamo, nel corso dei quali il Dott. [redacted] e il Direttore Finanziario Dott. [redacted] avevano dimostrato grande competenza, esperienza e dimistichezza anche con la materia dei derivati, cosicché a seguito di relativa negoziazione e dopo attenta disamina e valutazione, era stato concluso il primo contratto in derivati, come da modulo datato 20 novembre 2006, compilato e sottoscritto con le informazioni dalla stessa fornite "ai sensi della Delibera Consob n. 11522 del 1° luglio 1998 e s.m.i." (doc. 6), il "Contratto-quadro derivati OTC su tassi di interesse per non consumatori operatori qualificati" suddiviso in varie sezioni, fra cui quelle intitolate "Questionario ai fini della individuazione dei Clienti Operatori qualificati", "Dichiarazione del Cliente ai sensi dell'art. 31 della Delibera Consob n. 11522/1998" e "Operazioni in strumenti finanziari derivati operatori qualificati-avvertenza" (doc. 7) con

contestuale sottoscrizione del fascicolo contenente le condizioni contrattuali richiamate nel contratto stesso (doc. 7 bis); in data 22 novembre 2006, la Banca aveva consegnato a [redacted] la lettera con "una ipotesi per la copertura del rischio di tasso di interesse derivante dalla Vostra esposizione debitoria" con allegato il piano di ammortamento del predetto contratto di locazione finanziaria e con ben specificata l'analisi dell'operazione e ben evidenziati i relativi "Vantaggi" e "Rischi" (doc. 8), nonché la nota in pari data con "i termini e le condizioni definitivi - a titolo di conferma- del contratto di derivati su tassi di interesse perfezionato, via telefono, in data odierna", con allegato il piano di ammortamento, nella quale [redacted] s.r.l. dava "atto... di aver richiesto l'elaborazione della operazione più sopra illustrata e di averla conclusa sulla base di una propria autonoma decisione" (doc. 9), e l'attestazione della Direzione Operations Finanza della Banca a sensi del contratto-quadro con i termini e le condizioni del contratto n. 611220400 ("IRS 1") stipulato, con capitale di Riferimento come da piano di ammortamento allegato, con data iniziale 01.12.2006 e finale 01.12.2016 (doc. 10) e contestuale consegna alla Banca da parte di [redacted] della corrispondente attestazione dei termini e delle condizioni del contratto stesso (doc. 11). Aggiunse che [redacted] s.r.l., in considerazione dei finanziamenti e fidi in essere, tutti a tasso variabile (fra cui un finanziamento di € 800.000 mila Euro ottenuto dalla Banca nel giugno 2006: doc. 12), a maggio 2007, previo ogni opportuno approfondimento, aveva perfezionato, due ulteriori operazioni, entrambe in data 14 maggio 2007, con data iniziale 16.05.2007 e finale 16.05.2012 e capitale di riferimento di € 800.000 con il medesimo meccanismo sopra descritto, nella tipologia "Interest Rate Swap Gap Floater". Osservò che i differenziali prodotti dagli anzidetti derivati erano risultati ampiamente positivi nel corso del 2007 e del 2008 e solo dopo la crisi finanziaria globale dell'autunno 2008, del tutto eccezionale ed imprevedibile, essi, a partire dalle scadenze del 2009, avevano invertito la tendenza, facendo registrare per la Società degli addebiti, in un primo tempo, però, alquanto contenuti. Aggiunse che [redacted] s.r.l. aveva avuto modo di appurare gli effetti della crisi finanziaria periodicamente dagli estratti del c/c di riferimento e dalle rendicontazioni periodiche inviatele dalla Banca ai sensi del Reg. 16190/2007 (cfr. i Rendiconti di cui ai docc. 21, 22 e 23, con indicazione del cd. "mark to market"). Sostenne che gli addebiti per i "derivati" erano stati annullati dai corrispondenti minori oneri finanziari sopportati per le esposizioni debitorie, con sostanziale neutralità. Inoltre, non solo il derivato "IRS 1" faceva riferimento al piano di ammortamento della locazione finanziaria, ma anche quelli "IRS 2" e "IRS 3" erano stati stipulati in relazione all'esposizione debitoria a fronte dei finanziamenti ottenuti dalla Società a vario titolo.

Fu disposta consulenza tecnica d'ufficio contabile.

Precisate le conclusioni all'udienza del giorno 14 marzo 2019, stante l'irrelevanza delle prove orali, la causa venne rimessa in decisione norma dell'art. 190 cod. proc. civ..

-----  
La domanda va accolta.

Va premesso che le caratteristiche dei prodotti derivati oggetto di contestazione vanno esaminate nella prospettiva indotta dalla domanda principale di nullità dei contratti che li contengono per assenza di causa.

Il Fallimento, infatti, reputa insussistente la causa dei suddetti negozi sul presupposto della carenza in concreto della funzione di protezione dal rischio di rialzo dei tassi d'interesse nel corso del rapporto, contrariamente alla prospettata e dichiarata struttura di copertura od assicurativa dei prodotti offerti dalla Banca.

[redacted] s.r.l. risulta aver effettivamente concluso tre contratti: un *interest rate swap* (IRS) altamente complesso perché strutturato sulla base di dieci separate componenti sia di natura obbligazionaria che di natura derivativa (cfr. la tabella relativa al *pricing*) e due prodotti derivati con l'aggiunta di una componente di vincolo che li identifica come un GAP FLOATER, negoziato *over the counter* (OTC) e 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 provenienti da terzi.

La tipologia stessa di tali contratti evidenzia già l'intrinseca fondamentale importanza delle previsioni sull'andamento del tasso di riferimento perché solo la piena conoscenza di questi dati è idonea a permettere la valida stipulazione del contratto derivato, dal momento che essa presuppone la sussistenza di una reale necessità economica di proteggersi contro il rialzo dei tassi, cioè che ci si trovi in un contesto di prevedibile futuro rialzo dei tassi passivi, venendo meno, al contrario, la funzione pratica del contratto nel caso in cui lo scenario prospettico sia neutro o moderatamente in crescita ovvero, addirittura, corrisponda alla tendenziale riduzione dei tassi stessi.

L'obiettivo di copertura, infatti, è quello di ridurre o annullare il rischio che deriva dall'esposizione alle variabili di mercato e, precisamente, di evitare di subire variazioni sfavorevoli dei tassi passivi.

In fase di negoziazione, dunque, ai fini della valutazione di convenienza ed adeguatezza di un *interest rate swap* ed, in particolare, della congruità della remunerazione per l'intermediario finanziario proponente l'investimento, occorre considerare i concetti di *mark to market* e di *fair value*, in così da esaminare.

L'art. 2427 bis cod. civ. recita che al 3° comma:

"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".

La stima del valore mediante modelli matematici è necessaria soprattutto quando si è in presenza di 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 tanto da rendere inutile la stima del suo valore, essendo sufficiente l'osservazione del prezzo di mercato.

Il *mark to market* è, in sostanza, il prezzo che un terzo indipendente sarebbe disposto a sborsare per subentrare al contratto in essere.

La peculiarità dei prodotti derivati *over the counter* è quella di essere stati ideati, nella loro struttura, in modo tale da rendere di fatto ardua la possibilità di valutarne il valore a posteriori in quanto il prezzo è stabilito, per espressa previsione contrattuale, unilateralmente dall'istituto proponente.

A differenza dei prodotti negoziati su mercati regolamentati, essi contengono un fisiologico potenziale conflittuale che deriva dal fatto che l'intermediario concentra in sé le qualità di offerente e di consulente che, di norma, dovrebbero restare contrapposte l'una all'altra.

Questa intrinseca debolezza richiede, pertanto, che la fase della contrattazione avvenga nel rigoroso rispetto dei principi di chiarezza e trasparenza, con tangibile riscontro nel testo negoziale di tutti gli aspetti conoscitivi del prodotto: commissioni, *spread*, spese, *mark to market* e *fair value* rappresentano fattori imprescindibili cui poter ancorare la valutazione se la *gamba fissa* e quella *variabile* del prodotto derivato siano equivalenti ovvero se, non essendolo, sorga la necessità di riequilibrarle, ad esempio mediante un *upfront* che il contraente avvantaggiato dallo squilibrio dovrà versare al contraente svantaggiato, in modo che le prestazioni sbilanciate gravanti sui contraenti recuperino l'equivalenza finanziaria.

Infatti, i contratti *over the counter* (OTC) vengono negoziati al di fuori di mercati regolamentati e, dunque, in assenza di listini ufficiali, sulla base di rapporti unilaterali esclusivi non rapportabili a

condizioni *standard*, posto che è la banca ad intermediare tra utenza e mercati.

Inoltre, la condizione di equilibrio (PAR) deve sussistere non solo al momento della conclusione del contratto (*pricing* del contratto alla stipula mediante attualizzazione, a tale data, dei flussi monetari che graveranno sul contraente), ma anche in seguito, e l'indicazione del relativo valore di scostamento (*Mark to Market*) deve essere rappresentata, tempo per tempo, nel documento contrattuale sui rischi generali negli investimenti finanziari affinché l'acquirente del prodotto possa vincolarsi esprimendo un consenso realmente informato.

E' evidente, infatti, che l'istituto intermediario, nel momento in cui propone la vendita di un prodotto finanziario, presta un servizio che, come tale, deve essere ragionevolmente remunerato.

Il relativo costo per l'acquirente, tuttavia, può costituire un onere implicito, cioè non espresso nelle condizioni economiche e difficile da individuare e comprendere nella sua reale portata anche per un investitore "qualificato".

La completa identificazione di tali dati compete alla banca che propone gli strumenti derivati alla propria clientela per finalità di copertura, dato che non vi può essere intento speculativo volontario da parte di un istituto di credito verso il proprio cliente: si consideri che l'art. 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. Dovere che sarebbe inevitabilmente violato nel caso in cui il prodotto derivato assumesse una connotazione puramente speculativa.

Nei contratti in esame, manca qualsiasi indicazione delle modalità tecniche ed informative idonee a mettere il cliente al corrente dei termini reali di rischio contrattuale e circa l'eventuale ricorrenza di una vera e propria asimmetria di esposizione al rischio: in particolare, non risultano specificati il valore del prodotto, la commissione gravante sul cliente per il servizio reso dalla banca, gli eventuali margini di intermediazione, né gli oneri impliciti, la menzione dei vari scenari sull'andamento futuro dell'Euribor e del modello di calcolo privilegiato per la loro ponderazione, cioè la formula matematica per procedere all'attualizzazione dei flussi finanziari futuri attendibili in base allo scenario pronosticato.

Non c'è menzione neppure dell'avvertimento di inadeguatezza dell'operazione rispetto alle caratteristiche del cliente, non essendo sufficiente l'indicazione generica e standardizzata di inadeguatezza, nella specie, peraltro, anch'essa assente.

Il problema del *pricing* si pone anche con riferimento alle fasi successive dell'esecuzione del rapporto fino alla scadenza concordata in quanto risponde all'esigenza di assicurare che i prodotti finanziari conservino nel tempo la funzione di copertura loro propria: tale esigenza è rispettata allorché si concretizzi nella previsione negoziale di un meccanismo correttivo finalizzato a preservare l'originaria condizione di equilibrio del contratto in modo da esprimere in concreto l'entità dell'alea considerata dai contraenti come accettabile.

La valutazione di un contratto derivato nella fase di svolgimento presuppone l'individuazione dei flussi di cassa attesi mediante l'impiego di un modello matematico che deve essere esplicitato nel singolo contratto (lo strumento migliore per effettuare tale calcolo è costituito, secondo il CTU, dal *Discounted Cash Flow Method*).

I contratti *swap* sono contratti asimmetrici in cui l'elemento che rende debole il soggetto investitore rispetto all'intermediario è la minor forza conoscitiva di una parte contrattuale rispetto all'altra. L'investitore riceve piena tutela quando è messo nella condizione, sotto l'aspetto informativo, di poter esaminare i prospetti degli scenari probabilistici dell'andamento dei tassi e le conseguenze del verificarsi degli eventi condizionanti che devono essere definiti e conosciuti *ex ante* con certezza ed in termini numerici, non già genericamente prospettati quali rischi e vantaggi (come riprodotto, peraltro, solo nel contratto del 20 novembre 2006).

Infatti, anche la valutazione probabilistica circa il verificarsi degli eventi costituisce un dato conoscibile (e, di fatto, noto) per la banca che, proprio sulla base di essi, normalmente costruisce il prodotto derivato (o comunque sceglie il prodotto da altri preconfezionato), misurandone l'alea.

comunicazioni che il mandatario deve fornire al mandante, dato che la premessa da cui muove il codice civile è la parità tra le parti, nell'ambito della negoziazione degli strumenti finanziari (ma più in generale nei contratti asimmetrici) la prospettiva è opposta: la scelta del legislatore, comunitario e nazionale, è stata quella di obbligare il contraente forte a trasferire le sue conoscenze all'altra parte nella convinzione che in tal modo si possano conciliare autodeterminazione della scelta e consapevolezza del volere.

Si consideri, in proposito, che qualunque operatore finanziario risponde secondo le regole del mandato per l'esecuzione di incarichi ricevuti dal cliente ed è tenuto, più in generale, anche al rispetto dei precetti di carattere primario come la correttezza e la diligenza, con la precisazione che la diligenza dell'operatore professionale nell'adempimento dei suoi doveri informativi deve essere valutata non in base al parametro dell'osservatore medio, ma secondo il maggior grado di attenzione e prudenza richiesto dalla professionalità del servizio espletato, posto che la prestazione inerisce all'esercizio di un'attività professionale.

Appare evidente come siffatto specifico dovere di diligenza e correttezza, rapportato al concetto di professionalità, non possa ritenersi meramente ripetitivo della già più rigorosa attenzione richiesta dalle norme comuni al mandatario, cosicché si deve immaginare che il legislatore abbia voluto porre a carico dell'operatore istituzionale nel campo dei servizi finanziari un dovere di diligenza e buona fede del tutto peculiari nell'esercizio delle sue incombenze, e soprattutto nei rapporti con il cliente (e non già mero contraente!), la cui connotazione caratteristica è resa manifesta dagli obblighi informativi, conoscitivi e di protezione verso la clientela e da quelli che attengono alla razionalizzazione della propria organizzazione interna sotto il profilo della formazione del personale e del controllo interno sulla propria attività e sul lavoro dei propri dipendenti e collaboratori, anche esterni ed indipendenti, ma legittimati alla collocazione sul mercato dei propri prodotti, finalizzati ad assicurare la più ampia tutela della clientela.

Dunque, nel rispetto di queste linee direttrici occorre individuare se la scelta della Società attrice sia stata di fatto consapevole, non potendosi ipotizzare che il cliente possa effettivamente voler investire in un prodotto di cui non può conoscere, o almeno prevedere, l'entità del rischio a cui è esposto.

Anche qualora l'operazione in derivati dovesse essere considerata astrattamente adeguata nella sua conformazione strutturale, la mancata esplicitazione di informazioni "esaurienti ed appropriate", sarebbe indice di una scelta non consapevole del cliente i cui effetti pregiudizievoli non potrebbero essere ascrivibili alla sua volontà.

In particolare, la Suprema Corte specifica che, sul piano del nesso causale, non può darsi alcuna rilevanza all'esperienza negli investimenti ed alla propensione al rischio dell'investitore ad effettuare operazioni ad alto rischio. Non si può desumere dalla propensione al rischio che il cliente avrebbe comunque accettato il rischio connesso all'investimento in quanto "l'accettazione consapevole di un investimento finanziario non può che fondarsi sulla preventiva conoscenza delle caratteristiche specifiche del prodotto in relazione a tutti gli indicatori della sua rischiosità" (Cass. n.4727 del 28 febbraio 2018 e n. 2464 del 29 gennaio 2019).

Anzi, a fronte di un cliente qualificato con una profilatura di rischio "medio - alta o alta" o, comunque, avente una buona conoscenza in materia finanziaria (come sostiene [redacted] s.p.a. nella fattispecie), l'intermediario dovrebbe fornire, addirittura, informazioni ancora più specifiche e qualitativamente superiori rispetto alla consueta prassi sul prodotto oggetto dell'operazione. In tal caso, infatti, la scelta di investimento del cliente su un prodotto piuttosto che su un altro sarebbe determinata proprio dai dettagli dell'operazione indicati dall'intermediario, proprio perché si tratta di cliente in grado di comprendere la portata dell'informazione (cfr. Cass. 4 aprile 2018, n. 8333).

In proposito, la Suprema Corte ha precisato che *"Secondo il vigente sistema normativo dei servizi di investimento, la sussistenza di una peculiare - anche particolarmente elevata - propensione al rischio dell'investitore non è ragione di esonero dell'intermediario dalla prestazione degli obblighi informativi. E nemmeno la rende inutile"* (Cass. 4 ottobre 2018, n.

24393).

Una simile interpretazione della norma che pone la regola di adeguatezza deriva in primo luogo direttamente dall'inderogabilità dell'art. 21 T.U.F., di cui l'art. 28 Reg. Consob costituisce regola attuativa e strumentale alla valutazione dell'esatto adempimento secondo la specifica diligenza del servizio di investimento prestato (art. 23, comma 6, T.U.F.).

La norma, infatti, non lascia margini di discrezionalità all'intermediario sull'adempiere o meno al dovere di astensione, che pertanto non resta confinato alle sole ipotesi di operazione inadeguata, ma si estende anche ai casi in cui per l'intermediario non sia possibile attuare la valutazione di adeguatezza non essendogli state fornite dall'investitore informazioni sui limiti concreti della propensione al rischio ovvero qualora quelle fornite non risultino comunque sufficienti al compimento del giudizio di adeguatezza o meno secondo la diligenza professionale qualificata propria dell'intermediario finanziario (cfr. Cass. del 28 febbraio 2018, n. 4727 e Cass. del 6 marzo 2018, n. 5265).

Si consideri che l'obbligo di astensione assume, in siffatto contesto, una peculiare ed autonoma valenza funzionale alla reale tutela del cliente, impedendogli il compimento dell'operazione inadeguata idonea a determinare un risultato contrario ai suoi stessi interessi.

Ne consegue che, indipendentemente dell'incidenza o meno della mancata informazione di inadeguatezza dell'operazione finanziaria, il dovere di astensione dovrebbe imporre all'intermediario di astenersi dal dare seguito all'operazione inadeguata soprattutto nel caso in cui, per via della particolare propensione al rischio, anche qualora venisse informato delle conseguenze concrete, l'investitore si mostrasse intenzionato a non desistere dall'investimento inadeguato.

Il parametro di riferimento per chi opera nel campo dell'offerta dei servizi di investimento e degli strumenti finanziari al fine di valutare se i prodotti da raccomandare alla clientela siano adeguati è dato dalla chiara rappresentazione della reale misura della tolleranza del cliente al rischio e della sua capacità di sostenere eventuali perdite economiche.

Appare evidente, dunque, che in un contesto di già ampia esposizione debitoria della società [REDACTED] s.r.l., quale quella rappresentata dalla Banca stessa laddove evidenzia che i prodotti derivati venduti realizzavano soltanto una parziale copertura delle passività, idonea ad alterare la capacità di giudizio sulla propensione al rischio anche per un cliente esperto, essendo la sua capacità di sopportazione di eventuali ulteriori perdite ormai compromessa, la responsabilità richiedibile all'intermediario diviene ancora più rigorosa fino al punto di ritenere che l'unico fattore idoneo ad interrompere il nesso causale tra la violazione del dovere di astensione e il danno *in re ipsa* derivante da un prodotto non adeguatamente strutturato è costituito dalla dimostrazione di aver dato attuazione al dovere di astensione dall'eseguire l'operazione inadeguata.

Tale dovere, peraltro, opera non solo con riguardo alla fase iniziale del rapporto, ma presuppone che sia costantemente monitorato, nella fase esecutiva, dall'intermediario l'insieme delle informazioni relative alla persistenza dell'adeguatezza dell'operazione rispetto alle caratteristiche personali ed agli obiettivi del cliente, imponendogli di intervenire con opportuni correttivi, ove non già previsti in fase negoziale, al fine di assicurare effettiva protezione alla posizione del cliente nel caso in cui si possa determinare, anche a fronte di eventi anomali sopravvenuti o, comunque, non correttamente valutati o difficilmente valutabili all'origine, una condizione di squilibrio non preventivata.

Pertanto, il prodotto finanziario deve essere *già adeguato* nel momento in cui viene raccomandato od offerto e deve essere rispondente al miglior interesse del cliente, proprio perché quest'ultimo è interessato al raggiungimento di quell'effetto positivo prospettato dall'operazione e non, invece, all'assunzione di un rischio di perdita che si collochi oltre il limite che sarebbe in grado di sopportare, tenuto conto degli obblighi (debiti) già esistenti.

Qualsiasi avvertimento inserito dall'intermediario in moduli o formulari non sarebbe, in ogni caso, adatto a rendere adeguata l'operazione che non lo sia in concreto.

In tale ottica, l'obbligo di informazione e l'intero complesso delle regole in capo all'intermediario desumibili dagli artt. 21 e 23 T.U.F. costituiscono reali *co-fattori* della decisione del cliente nella scelta del prodotto finanziario e sono interne alla fattispecie negoziale, tanto da determinare un vizio per mancanza del consenso informato, salvo prova contraria allegabile dall'intermediario.

In tal senso si è espressa recentemente la Suprema Corte affermando che *"L'esperienza dell'investitore in materia finanziaria devono orientare la selettività delle informazioni che l'intermediario deve fornire, dirigendosi nel caso verso quelle specifiche e non generalmente accessibili, in quanto più elevato è il rischio dell'investimento, maggiormente puntuali devono essere le informazioni da fornire. Non rileva che in sede di stipula del contratto l'investitore abbia dichiarato di aver acquisito un'esperienza alta"* (Cass., Sez. I, del 21 novembre 2018, n. 30104).

Nella fattispecie, la consapevolezza dei vantaggi e degli svantaggi che può comportare l'acquisto di uno strumento finanziario derivato finalizzato alla copertura del rischio di rialzo del tasso di interesse passivo si acquisisce soltanto quando, come osserva il CTU, risultano identificabili gli *"effetti economico finanziari in funzione dei valori che la variabile aleatoria "Euribor 3 mesi" per l'IRS Gap Floater n. 611220400 e "Euribor 6 mesi" per l'IRS Gap Floater n. 705140164 e per l'IRS n. 705140172 - potrà assumere in futuro"*.

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

Le prestazioni reciproche, individuate nel regolamento negoziale, dipendono da un parametro che è per sua natura aleatorio e variabile, ma che può, e deve, essere tecnicamente misurato sulla base di criteri e di modelli esplicitati nel contratto.

E' possibile, infatti, conoscere in anticipo quali saranno gli effetti economico finanziari in base ai vari potenziali risultati della variabile aleatoria e, quindi, valutare consapevolmente se c'è convenienza a stipulare lo strumento derivato.

Si tratta, dunque, di verificare, in base a criteri matematici, l'effettiva sussistenza in concreto di un'alea bilaterale al momento della conclusione del contratto e la sua persistenza nel corso del rapporto, cioè se per entrambe le parti fosse configurabile la medesima probabilità di guadagno o di perdita.

I prodotti negoziati appartengono alla specifica tipologia degli *interest rate swap* (IRS) che permettono ai contraenti di scambiarsi i flussi monetari corrispondenti agli interessi maturati sulla base di tipologie diverse di tasso derivanti per un certo periodo di tempo e riferiti ad un importo negoziale prestabilito, denominato capitale nozionale di riferimento, con l'aggiunta di una componente strutturata denominata Gap Floater.

Questa tipologia prevede l'indicizzazione del tasso di interesse ad un parametro, solitamente EURIBOR o LIBOR con l'apposizione di "barriere" che, a seconda che siano superate o meno generano, effetti diversi.

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

Se la funzione del contratto è di copertura, esso deve avere un rischio finale ridotto rispetto a quello iniziale ed il livello di rischio finanziario è misurabile matematicamente analizzando il rapporto di correlazione, dato dalla corrispondenza tra l'entità del rischio ed il dimensionamento del derivato.

La Consob - con comunicazioni n. DI/99013791 del 26 febbraio 1999 e 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:

- 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



➤ IRS GAP FLOATER N. 705140164 del 14.05.2007

Caratteristiche:

Nominale € 800.000,00

Data Iniziale: 16 MAGGIO 2007

Scadenza: 16 MAGGIO 2012

Durata: 5 anni

Frequenza Pagamenti Tasso Parametro Cliente: SEMESTRALE

Fattore moltiplicativo tasso di riferimento: ACT 360

Tasso parametro tipologia GAP FLOATER

- per il periodo tra il 16.05.2007 e il 16.05.2012 tasso 4.45% è il Tasso Parametro Cliente.
- Barriera per l'intero periodo 5.000%
- Margine di Barriera Tasso di Riferimento per l'intero periodo - 0.10000%
- dal 16.05.2007 per ogni periodo di calcolo (sei mesi) in cui il tasso di Riferimento (Euribor 6M) toccherà o sarà superiore alla Barriera (specificata nel 5.0000%) il tasso Parametro Cliente sarà cambiato nel tasso di Riferimento più il margine di Barriera.

Le rilevazioni del Tasso Euribor &M avvengono due giorni lavorativi antecedenti l'inizio di ciascun periodo di calcolo (*in advance*).

Non risulta pattuito alcun *Up Front* a favore della Società cliente.

Non risulta alcun riferimento agli scenari probabilistici di sviluppo futuro basato su dati statistici riferiti alla curva dei tassi *forward*.

La tabella a p. LXXXV evidenzia che:

- in ipotesi che l'Euribor 6m risulti prossimo allo zero il differenziale periodale a sfavore del cliente risulterà pari a circa € 17.800,00;

- in ipotesi che l'Euribor 6m risulti prossimo all' 5% il differenziale a favore del cliente risulterà pari a circa € 400,00 e il differenziale a favore del cliente non potrà mai salire oltre detto importo.

In sostanza, la struttura del derivato evidenzia che la sommatoria del valore attuale degli addebiti e degli accrediti attesi dal 16 maggio 2007 fino alla scadenza del 16 maggio 2012 è pari ad € - 9.708,62: quindi, la società cliente era tenuta a pagare flussi di cassa maggiori di quelli che avrebbe mai potuto ricevere per il rilevante importo sopra riportato.

Il contratto derivato IRS n. 705140164 è un contratto strutturato, cioè dove le gambe dello *swap* sono composte da più strumenti finanziari e di natura opzionaria.

In pratica, la struttura di questo *swap* si comporta con andamento del tipo "variabile-fisso" quando il tasso Euribor 6 mesi assume valori sotto la soglia del 4,450% e con andamento "fisso-variabile" quando il tasso Euribor 6 mesi assume valori uguale o superiore al 5,000%.

Sotto la soglia del 4,450% la società cliente paga il tasso fisso dello 4.450% e riceve dalla Banca il tasso variabile Euribor 6 mesi.

Sopra o alla soglia del 5.000% il cliente paga tasso Euribor 6M e riceve un ristorno dello 0,450%, mentre la banca contemporaneamente paga il tasso Euribor 6M.

Il risultato netto è che il cliente riceve un differenziale netto, per tassi Euribor 6M oltre il 5.000%, dello 0.450% che per il nozionale in oggetto rende il pagamento semestrale, a favore del cliente, per un importo fisso di € 400,00, ma tale rendimento, che non potrà mai salire oltre detto importo, si colloca ad un livello di tasso così elevato che i benefici verrebbero annullati dai tassi del debito sottostante che, come evidenziato dal CTP della Banca, nel frattempo sarebbero diventati estremamente elevati, con la conseguenza che i sottostanti affidamenti che si assumono collegati avrebbero raggiunto livelli di costo tali da non poter essere in alcun modo tutelati dal prodotto derivato in oggetto.

Dunque, il rendimento a favore del cliente ha una finestra di funzionamento a protezione del rialzo dei tassi con una copertura estremamente contenuta, limitata a quando il tasso Euribor 6M si colloca tra il 4.460% e il 4.999%, con un evidente netta sproporzione di rendimento a favore della banca (cfr. grafico a p. XCIV).

➤ IRS GAP FLOATER N. 705140172 del 14.05.2007

Caratteristiche:

Nominale € 800.000,00

Data Iniziale: 16 MAGGIO 2007

Scadenza: 16 MAGGIO 2012

Durata: 5 anni

Frequenza Pagamenti Tasso Parametro Cliente: SEMESTRALE

Fattore moltiplicativo tasso di riferimento: ACT 360

Tasso parametro tipologia GAP FLOATER

CLIENTE

- Dal 16.05.2007 al 16.05.2008
  - euribor 6M – 0.100% con massimo CAP 6.7500%
- Dal 16.05.2008 al 16.05.2012
  - 4.500% se euribor 6M è inferiore a 5.000%
  - euribor 6M se euribor 6M è superiore o uguale a 5.000% con massimo CAP 6.750%

BANCA

- Dal 16.05.2007 al 16.05.2008 – euribor 6M
- Dal 16.05.2008 al 16.05.2012
  - euribor 6M se euribor 6M è inferiore a 5.000%
  - 5.50% se euribor 6M è superiore o uguale a 5.000%

Le rilevazioni del Tasso Euribor 6M avvengono due giorni lavorativi antecedenti l'inizio di ciascun periodo di calcolo (*in advance*).

Non risulta pattuito alcun *Up Front* a favore della Società cliente.

Non risulta alcun riferimento agli scenari probabilistici di sviluppo futuro basato su dati statistici riferiti alla curva dei tassi *forward*.

Le tabelle a p. CIV e CV evidenziano che:

per il primo periodo

- in ipotesi che l'Euribor 6m risulti al di sotto del 6.999% il differenziale periodale a favore del cliente risulterà pari a € 400,00;

- in ipotesi che l'Euribor 6m risulti oltre il 7.000% il differenziale a favore del cliente risulterà pari a circa € 1.000,00 a salire, ma solo fino alla scadenza del periodo corrispondente al primo anno di contratto;

per il secondo periodo

- in ipotesi che l'Euribor 6m risulti al di sotto del 4.999% e sopra il 5.999% il differenziale periodale a sfavore del cliente risulterà sempre negativo;

- nella sola ipotesi che l'Euribor 6m risulti tra il 4.001% e il 5.998% il differenziale a favore del cliente risulterà pari a circa € 2.000,00 a seconda di quanto vicino al 5.000% il tasso si collocasse, questo per i restanti quattro anni di contratto.

Si tratta di un prodotto derivato con una complessità molto più elevata rispetto a quelli precedenti, essendo composto da dieci diversi componenti, ulteriormente suddivisi da orizzonti temporali distinti, uno che comprende il primo anno di funzionamento e l'altro i quattro anni seguenti.

L'impianto del prezzo prevede un sistema fino al 16.05.2008 ed un altro dopo tale data.

La sommatoria del valore attuale degli addebiti e degli accrediti attesi dal 16.05.2007 fino alla scadenza il 16.05.2012 è pari ad € – 9.697,69: quindi, la società cliente era tenuta a pagare flussi di cassa maggiori di quelli che avrebbe mai potuto ricevere per il rilevante importo sopra riportato.

Il contratto derivato IRS n. 705140172 è un contratto strutturato, particolarmente elaborato, dove tutte e due le gambe dello *swap* sono composte da più strumenti finanziari e di natura opzionaria.

La gamba della società [REDACTED] è composta da sette diversi prodotti finanziari suddivisi in due fasi temporali.

La gamba della Banca è composta da tre diversi prodotti finanziari, sempre suddivisi in due fasi temporali.

La Banca, per tutta la durata del contratto, offre di pagare a favore della società cliente, ogni sei mesi, un interesse variabile pari ad Euribor 6 mesi.

Per il periodo successivo al 16.05.2008, offre, però, Euribor 6M se questo è inferiore al 5.000%; se, invece, Euribor 6M è superiore o uguale al 5.000%, allora pagherà il tasso fisso del 5.500%.

Quindi, per tutto il primo anno, la società cliente paga il tasso Euribor 6M con un ristorno di 0.1000% e con un CAP massimo del 6.75% e riceve dalla Banca il tasso variabile Euribor 6 mesi.

Successivamente, al di sotto di Euribor 6M al valore del 5.000%, la banca paga Euribor 6M, mentre il cliente paga 4.5000%, se invece il tasso Euribor 6M si colloca al 5.000% od oltre, la banca paga il 5.5000%, mentre, sempre quando Euribor 6M è superiore o uguale al 5.000%, il cliente paga Euribor 6M con un CAP posto al 6.7500%.

In sostanza, questo prodotto rende al cliente, per il primo anno, la somma di € 400.00 a semestre fino a un tasso del 6.500%, con maggiori margini realizzabili qualora nel primo anno il tasso di riferimento (Euribor 6M) fosse salito abbondantemente oltre il 7.000%.

Dunque, il rendimento a favore del cliente risulta molto favorevole, soltanto per il primo anno, a condizione che il rialzo dei tassi diventi molto consistente, mentre la finestra di funzionamento a protezione del rialzo dei tassi assume un margine estremamente contenuto quando il tasso Euribor 6M si colloca tra il 4.500% e il 5.500%: il maggiore guadagno coincide con la soglia del 5.000%.

Questo contratto, pur risultando ad un'analisi approfondita di dettaglio un prodotto ritenuto ottimo dal CTU per assolvere la funzione copertura del rischio di variazione dei tassi di interesse, tuttavia ha una struttura di funzionamento estremamente oscura e scarsamente intelligibile anche per un soggetto esperto ed, in ogni caso, il suo costo non risulta chiaramente rappresentato in maniera trasparente.

Inoltre, il beneficio per la società cliente si sarebbe realizzato soltanto nella parte più alta della curva dei rendimenti, diventando interessante solo oltre il 7.000%, e per un arco temporale estremamente limitato, cioè il primo anno, quindi solo due periodi in scadenza.

Nel secondo periodo, invece, il beneficio sarebbe stato ben più modesto, entro un valore di tasso di interesse molto ristretto tra il 4.500% e il 5.500%, con un reale beneficio solo al valore del 5.000%.

In tale contesto, oltre ad essere molto stretta la finestra del beneficio, il sottostante prodotto, che si assume collegato e che dovrebbe essere tutelato, raggiungerebbe livelli di costo tali da non poter essere in alcun modo protetto dallo strumento derivato: nell'ipotesi in cui l'Euribor 6m risulti superiore o inferiore al 5.000%, il differenziale a favore del cliente risulterà pari a circa €. 2.000,00 e detto differenziale a favore del cliente potrà essere manifesto solo al 5.000%, mentre entro il 4.500% ed il 5.500% il margine sarebbe molto più ridotto.

Pertanto, il cliente partiva in perdita per l'importo del *mark to market* iniziale e sarebbe incorso in una maggior perdita nel caso in cui le valutazioni sulla dinamica futura del tasso Euribor 6 mesi fossero risultate nel prosieguo sopravvalutate: in particolare, se in futuro il tasso Euribor 6 mesi avesse avuto una crescita inferiore alle aspettative fatte in data di sottoscrizione (peraltro, neppure esplicitate, nonostante lo scopo pratico del contratto derivato fosse quello di garantire il rischio di rialzo dei tassi passivi), il cliente si sarebbe trovato a sopportare un'uscita finanziaria molto maggiore rispetto al caso in cui non avesse adottato alcuna forma di copertura del predetto rischio.

contratto stesso:

Infatti, il valore finanziario al momento della conclusione deve essere espresso da un numero – non dall'indicazione di una percentuale del nozionale – che rappresenta la sintesi della distribuzione delle probabilità.

Pertanto, il mark-to-market – inteso come il valore probabilistico che ex ante si assegna al differenziale a scadenza del derivato, calcolato sulla base di determinati criteri – costituisce un elemento essenziale del contratto, configurandosi come il suo oggetto.

Correttamente, a tale proposito, la sentenza impugnata osserva che il mark-to-market coincide con il fair value iscrivibile in bilancio ai sensi dell'art. 2427 bis c.c., senza margini di discrezionalità nel calcolo di questo valore, a pena di violazione dei criteri di iscrizione delle poste di bilancio. Ne deriva, pertanto, che la buona fede contrattuale impone che tale fair value sia chiaramente dichiarato o, quantomeno, determinabile in base a criteri oggettivi (CdA MI n. 4242/2018 del 25/09/2018).

Anche nel caso di specie, come in quello esaminato dalla Corte, l'indicazione della modalità di successiva determinazione delle reciproche prestazioni e, quindi, dell'oggetto di ciascuno dei contratti swap, non era stata determinata.

In concreto, l'art. 6, 1° comma, sezione 3, del contratto quadro (doc. 2) recita: "La banca esegue la rilevazione dei tassi di interesse e di ogni altro parametro, nonché i calcoli degli importi dovuti da ciascuna delle Parti".

In altri termini, l'intermediario si era addirittura riservato la potestà unilaterale di definire le singole prestazioni esecutive dell'IRS e, così, l'oggetto del contratto, in maniera non determinabile, e quindi, come tale, non consentita dall'ordinamento, data la mancanza di criteri tecnico-finanziari chiari ed attendibili.

Dunque, la mancata esplicitazione del modello matematico di pricing e del market to market rende arbitraria la stessa liquidazione degli importi richiesti a titolo di corrispettivo proprio perché essi costituiscono il frutto di una quantificazione unilaterale da parte dell'intermediario, del tutto slegata da criteri predeterminati in contratto.

E' evidente, insomma, che in una tale situazione di profonda disparità, tanto più in considerazione della riconosciuta finalità esclusivamente protezionistico-assicurativa dei prodotti derivati, la bilateralità e/o reciprocità dell'alea assume una connotazione solo formale e meramente apparente.

██████████ s.p.a. sostiene, tuttavia, che le tre operazioni in derivati abbiano fatto conseguire a ██████████ un risultato ampiamente positivo sia nel 2007 che nel 2008 e che la situazione è poi cambiata a seguito della crisi finanziaria globale (che ha visto tra l'altro, il fallimento di Lehmann Brothers nell'autunno 2008), essendosi registrata un'inarrestabile caduta dei tassi di interesse (del tutto eccezionale e assolutamente imprevedibile) che aveva determinato un'inversione di tendenza dei differenziali, fino ad allora positivi per ██████████, con addebiti però, alquanto contenuti nel primo semestre 2009.

L'osservazione è, però, irrilevante, perché ciò che rende invalido il contratto swap è la mancata determinazione dei parametri atti a consentire di valutare in anticipo, al momento della stipula, il margine di oscillazione dei tassi e gli strumenti correttivi necessari per mantenere in equilibrio il prodotto finanziario.

A nulla vale obiettare, altresì, che deve essere considerato il bilanciamento dei differenziali negativi dei derivati con i corrispondenti benefici ricollegati alla sensibile riduzione dei tassi di mercato sulle esposizioni debitorie di ██████████, come sostiene la Banca, posto che, in questa sede, non è in discussione il danno ed il nesso di causalità da inadempimento o da illecito, bensì la funzione protettiva (lo scopo pratico) dei contratti derivati contro il rialzo dei tassi degli strumenti creditizi collegati e la validità della pattuizione sullo scambio dei tassi tra cliente e banca stabiliti nell'IRS. Il risparmio dovuto alla discesa dei tassi debitori sulle esposizioni debitorie e sul contratto di leasing costituisce effetto naturale e legittimo indotto da negozi distinti, oggetto del rapporto tutelato, perfettamente validi e mai neppure impugnati.

A fronte della riscontrata nullità dei contratti relativi ai prodotti derivati, le attribuzioni patrimoniali effettuate da [redacted] s.r.l. in favore della Banca restano prive di causa giustificatrice del trasferimento e devono, pertanto, essere restituite quale indebito.

Il Fallimento [redacted] s.r.l., pertanto, ha diritto ad ottenere la restituzione delle somme indebitamente versate in esecuzione dei contratti derivati di cui si è accertata la nullità che ammontano a complessivi € 558.513,56, come da prospetti di cui ai docc. 13 e 14, e trovano riscontro documentale negli estratti conto allegati (docc. 6 bis e 14 bis). I differenziali quantificati dal CTU, invece, non costituiscono indebito, non trattandosi di somme versate, bensì di poste previsionali.

Su tale somma sono dovuti gli interessi legali maturati a decorrere dalla domanda (13 febbraio 2017) sino al saldo effettivo.

La pronuncia di nullità assorbe tutti gli ulteriori profili di invalidità allegati.

Le spese del presente giudizio, liquidate come in dispositivo, seguono la soccombenza. Quelle della consulenza tecnica d'ufficio vanno poste a carico della Banca.

**P.Q.M.**

il Tribunale di Monza, definitivamente pronunciando, così provvede:

1. accoglie la domanda proposta dal Fallimento [redacted] s.r.l.;
  2. dichiara la nullità dei contratti "Interest Rate Swap - tipologia Gap Floater" n. 611220400 del 22 novembre 2006, "Interest Rate Swap - tipologia Gap Floater" n. 705140164 e "Interest Rate Swap" n. 705140172 del 14 maggio 2007;
  3. condanna [redacted] s.p.a. a restituire al Fallimento [redacted] s.r.l. la somma di € 558.513,56, oltre interessi legali dalla domanda (13 febbraio 2017) sino alla data di effettiva restituzione;
  4. condanna [redacted] s.p.a. a rimborsare al Fallimento le spese di lite che liquida in complessivi Euro 30.000 per competenze, oltre 15% per spese generali, I.V.A. e contributo c.p.a.;
  5. pone le spese della consulenza tecnica d'ufficio definitivamente a carico di [redacted] s.p.a.;
  6. con sentenza esecutiva.
- Monza, 9 luglio 2019.

Il Cancelliere

Il Giudice  
Dott. Mirko Buratti

*Depositato in Cancelleria oggi*

**TRIBUNALE DI MONZA**

Prima Sezione Civile

\*\*\*

All'Ill.mo Sig. Giudice Dott. **MIRKO BURATTI**

Presidente della Prima Sezione Civile

Relazione Peritale di  
Consulenza Tecnica di Ufficio  
(procedimento **RG 2277 del 2017**)

\*\*\*

Causa civile promossa

Da

**Fallimento XXXXXXX** [REDACTED]  
S.r.l. RG 322/2015 del 12/12/2015, parte attrice opponente  
rappresentata e difesa dall'Avvocato [REDACTED]  
[REDACTED] ed elettivamente domiciliata presso il suo studio  
in [REDACTED]

contro

**XXXXXXX S.p.A.**, parte convenuta opposta rappresentata e difesa  
dall'Avvocato [REDACTED] ed elettivamente domiciliata nel  
suo studio in Milano.

L'incarico si è articolato con il seguente sviluppo:

Udienza di nomina: 04 gennaio 2018

Udienza di conferimento e giuramento: 25 gennaio 2018

Data inizio operazioni peritali: 2 maggio 2018

Data invio bozza relazione alle parti: 6 luglio 2018 poi  
prorogata al 31 luglio 2018

Termine per produrre le osservazioni: 31 luglio 2018 poi  
prorogata al 14 settembre 2018

Termine per la consegna definitiva e deposito della relazione  
peritale: 14 settembre 2018 poi prorogata al 24 settembre 2018

Udienza successiva: 27 settembre 2018 ore 11:30

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 alla integrazione del quesito  
5.11. Risposta alle osservazioni delle parti

6. SINTESI CONCLUSIONALE

\*\*\*



1) PREMESSA

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

Con ordinanza di nomina del 04 gennaio 2018 il Giudice del Tribunale di Monza, Presidente della Prima Sezione Dott. Mirko Buratti nominava il sottoscritto [REDACTED], iscritto all'Albo dei C.T.U. e dei periti del Tribunale Civile e Penale, domiciliato per la carica in Monza via [REDACTED] [REDACTED], Consulente Tecnico Di Ufficio per la causa emarginata in epigrafe convocandolo a comparire all'udienza del 25 gennaio 2018 alle ore 11:45 per il giuramento di rito e la formulazione dei quesiti.

Nella successiva data indicata del 25 gennaio 2018 il sottoscritto, accettato l'incarico, pronunciava il giuramento di rito nelle mani del Magistrato, quale assegnava, per il deposito della relazione scritta, termine di 97 giorni lavorativi, poi prorogati, a decorrere dalla data di inizio delle operazioni peritali fissata per il giorno 2 maggio 2018 ore 16:00 presso il proprio studio.

N. R.G. 2017/2277



TRIBUNALE ORDINARIO di MONZA

Prima Sezione CIVILE

Nella causa civile iscritta al n. r.g. 2277/2017 promossa da:

[REDACTED] - [REDACTED]  
[REDACTED], con il patrocinio dell'avv. [REDACTED] e dell'avv. [REDACTED],  
elettivamente domiciliato in [REDACTED]

ATTORE/I

contro

[REDACTED] (C.F. ), con il patrocinio dell'avv. [REDACTED] e dell'avv. [REDACTED],  
elettivamente domiciliato in [REDACTED] MILANO presso il difensore avv.  
[REDACTED]

CONVENUTO/I

Il Giudice dott. Mirko Buratti,  
a scioglimento della riserva assunta all'udienza del 09/11/2017,  
ha pronunciato la seguente

ORDINANZA

ritenuta la necessità di disporre CTU per la verifica della natura dei prodotti finanziari oggetto di causa sul 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 cod. proc. civ. 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 sono stati sottoscritti i contratti di IRS tipologia Gap Floater n. 611220400 stipulato in data 22.11.2006, e IRS Gap Floater n. 705140164 e IRS n. 705140172 entrambi sottoscritti in data 14.05.2007.

Dica quale sia la reale natura di questi prodotti, descrivendone funzione e caratteristiche, ossia se abbiano carattere aleatorio/speculativo, ovvero meramente assicurativa/di protezione in relazione al rischio di rialzo dei tassi di interesse e l'effettiva correlazione con i prodotti nei confronti dei quali si è inteso proteggerli dal rialzo dei tassi di interesse.

Nel far ciò verifichi, in particolare, quale fosse il valore degli strumenti derivati 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";

P.Q.M.

NOMINA

quale consulente tecnico d'ufficio il dr. [REDACTED] con studio in Monza via Monte Cervino n. 16;

Pagina 1



FISSA

l'udienza per il conferimento dell'incarico per il giorno 25 gennaio 2018, ore 11.45.  
Si comunichi alle parti ed al CTU.  
Monza, 04/01/2018 .

Il Giudice  
dott. Mirko Buratti



N. R.G. 2277/2017



TRIBUNALE ORDINARIO di MONZA  
Prima Sezione CIVILE  
VERBALE DELLA CAUSA n. r.g. 2277/2017

tra

[Redacted]

ATTORE/I

e

[Redacted]

CONVENUTO/I

Oggi 25 gennaio 2018, alle ore 11.50, innanzi al dott. Mirko Buratti, sono comparsi:

Per FALLIMENTO [Redacted]  
l'avv. [Redacted] e l'avv. [Redacted], oggi sostituito dall'avv. [Redacted]

Per [Redacted] l'avv. [Redacted]

E' altresì presente il CTU dr. [Redacted] che dichiara di accettare l'incarico e presta il giuramento di rito.

Il Giudice

Sottopone al CTU il quesito già formulato in atti, con la seguente integrazione:

- verificare se gli eventuali differenziali negativi prodotti dai contratti derivati oggetto di causa siano stati causati da un aumento o da una riduzione dei tassi rispetto alla soglia contrattualmente convenuta;
- in caso di risposta affermativa al punto che precede, ovvero nel caso in cui i differenziali negativi siano stati almeno in parte determinati da una diminuzione dei tassi d'interesse e non ad un loro incremento, dica se ed in quale misura tale diminuzione possa aver determinato una corrispondente riduzione degli oneri finanziari per l'impresa sulle posizioni debitorie sottostanti, tali da compensare, in tutto o in parte, le perdite da contratti derivati.

Le operazioni peritali avranno inizio il giorno 20 marzo 2018, ore 14.30, presso lo studio del CTU, con termine fino al 6 luglio 2018 per l'invio alle parti della bozza di relazione e con termine per i CTP per il deposito di note di osservazioni fino al giorno 31 luglio 2018.  
La relazione conclusiva sarà depositata entro il giorno 14 settembre 2018.  
Assegna al CTU un fondo spese di € 2.000,00 a carico solidale delle parti  
Concede termine per nominare CTP fino a 3 giorni prima dell'inizio delle operazioni.  
Parte attrice nomina CTP #  
Parte convenuta nomina CTP dr. [REDACTED]  
Rinvia per la verifica dell'esito della consulenza tecnica d'ufficio all'udienza del 27 settembre 2018, ore 11.30.

Il Giudice  
dott. Mirko Buratti

2) QUESITO

Nomina quale Consulente Tecnico di Ufficio il Dott. [REDACTED]  
[REDACTED] con studio in Monza, [REDACTED] 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 cod. proc. civ. 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 sono stati sottoscritti i contratti di IRS tipologia Gap Floater n. 611220400 stipulato in data 22.11.2006 e IRS Gap Floater n. 705140164 e IRS 705140172 entrambi stipulati in data 14.05.2007

Dica quale sia la reale natura di questi prodotti, descrivendone funzione e caratteristiche, ossia se abbiano carattere aleatorio/speculativo, ovvero meramente assicurativa/di protezione in relazione al rischio di rialzo dei tassi di interesse e l'effettiva correlazione con i prodotti dei quali si è inteso proteggerli dal rialzo dei tassi di interesse.

Nel far ciò verifichi, in particolare, quale fosse il valore degli strumenti derivati 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."

Il Giudice sottopone al CTU in quesito già formulato in atti, con la seguente integrazione:

- verificare se gli eventuali differenziali negativi prodotti dai contratti derivati oggetto di causa siano stati causati da un aumento o da una riduzione dei tassi rispetto alla soglia contrattualmente convenuta;
- in caso di risposta affermativa al punto precedente, ovvero nel caso in cui i differenziali negativi siano stati almeno in parte determinati da una diminuzione dei tassi d'interesse e non ad un loro incremento, dica se ed in quale misura tale diminuzione possa aver determinato una corrispondente riduzione degli oneri finanziati per l'impresa sulle posizioni debitorie sottostanti, tali da compensare, in tutto o in parte, le perdite da contratti derivati.

\*\*\*

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 convenuta il Dott. [REDACTED]; mentre parte attrice riservandosi la nomina sino all'inizio delle operazioni peritali, riteneva di nominare -nei termini- l'Ing. [REDACTED]

3.2 **Apertura delle operazioni peritali**

In data 2 maggio 2016 alle ore 16:00 presso lo studio di via Monte Cervino, 16 hanno avuto inizio le operazioni peritali alla presenza dell'Ing. [REDACTED].

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.

Non ci sono state osservazioni da verbalizzare.

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 17:45 del giorno 2 maggio 2018 come da documento a seguire.



Processo verbale delle operazioni peritali di apertura

Tribunale di MONZA

Processo verbale delle operazioni

Alle ore 16:00 del giorno 2 del mese di maggio dell'anno 2018, il sottoscritto [redacted], C.T.U. nominato dal Giudice del Tribunale di Monza dott. RIKKO BURATTI per la controversia giudiziaria RG 2277/2017

tra le parti

[redacted] attore opponente

[redacted] debitore

[redacted] convenuta opposta

ha dato inizio alle operazioni peritali presso il suo studio in MONZA, Via Monte Cerrino, 16.

Oltre al C.T.U. all'incasso sono presenti:

PARTE ATTRICE OPPONENTE: dott. [redacted]

PARTE CONVENUTA OPPOSTA: dott. [redacted]

Il dott. Ing. [redacted] dichiara di voler ricevere ogni comunicazione al seguente indirizzo di posta elettronica:

[redacted]

La dott. [redacted] dichiara di voler ricevere ogni comunicazione al seguente indirizzo di posta elettronica:

[redacted]

Accertata la regolare nomina del consulenti di parte avvenuta conformemente a quanto previsto dall'art. 194 c.p.c. con deposito di atto presso la cancelleria del Tribunale il C.T.U., dopo aver dato lettura del quesito analizza con i tecnici presenti la documentazione in atti e le eventuali osservazioni che gli stessi desiderano evidenziare ed eventualmente verbalizzare.

Contratti:

- IRS tipologia Gap Floater n. 611220400 stipulato in data 22.11.2006
- IRS Gap Floater n. 705140164 stipulato in data 14.05.2007
- IRS n. 705140172 sottoscritto in data 14.05.2007

*[Handwritten signatures]*

Lo scrivente chiede al dott. [REDACTED] di identificare, come da Querito, quali siano i prodotti nei confronti dei quali si è inteso proteggerli dal rialzo dei tassi di interesse, nonché, sempre come da Querito quale documentazione abbia conosciuto e fornire il quadro delle previsioni sull'andamento del tasso Euribor nel momento in cui sono stati sottoscritti i contratti (due Swap Floater e un IRS) il dott. [REDACTED] si riserva di rispondere al CTU mediante nota scritta.

Il sottoscritto conferma di aver ricevuto, nella predetta udienza per l'accettazione dell'incarico e di giuramento, gli atti di causa, che mette a disposizione del presente. Onde consentire al CTP 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 restano a disposizione del CTP, presso lo studio del CTU in Monza via Monte Cervino, 16.

I tecnici vengono edotti sulle rituali scadenze intermedia originariamente previste come segue, segnalando che lo scrivente visto le richieste di differimento espresse dalle parti, presenterà a breve istanza di differimento termini richieste spostando le bozze al giorno 31 luglio, le osservazioni al 14 settembre e il deposito al 24 settembre.

- 6 luglio 2018 termine per l'invio della bozza da parte del CTU
- 31 luglio 2018 termine per la produzione delle osservazioni delle parti

La data di deposito dell'elaborato peritale, così come stabilito dal Sig. Giudice è il giorno 14 settembre 2018.

L'udienza per l'esame dell'elaborato peritale è fissata per il giorno 27 settembre 2018 ore 11:30.

Avendo esaurito tutti gli accertamenti, in accordo con i tecnici presenti, il C.T.U. comunica la propria disponibilità a convocare un nuovo incontro con i tecnici di parte, in data da definirsi, qualora se ne manifestasse l'utilità a richiesta delle parti.

Il fondo spese previsto e di euro 2080 MON è stato versato.

Il dott. Ing. [REDACTED] desidera verbalizzare: nulla

Il dott. [REDACTED] desidera verbalizzare: nulla

Il tentativo di conciliazione attualmente in essere continua direttamente tra le parti senza l'intervento del CTU.

Il CTU trasmetterà preliminarmente richiesta alle parti per l'eventuale acquisizione di nuova documentazione.

Le operazioni vengono temporaneamente chiuse alle ore 17:45 compilando e firmando congiuntamente il presente processo verbale delle operazioni composto da due pagine.

Il presente atto diventerà parte integrante degli atti che il C.T.U. presenterà al Giudice, redatto in tre copie di cui una viene consegnata al dott. Ing. [REDACTED] una al dott. [REDACTED] che se rilasciano liberatoria.

### 3.3 *Prosieguo operazioni peritali*

Non sono stati necessari ulteriori incontri, con i tecnici incaricati, nel prosieguo delle operazioni peritali.

### 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 [REDACTED], 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 entro la data del 31 luglio 2018, 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 -termine prorogato- 14 settembre 2018 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**

Le parti non hanno ritenuto di formulare osservazioni preliminari preferendo analizzare le bozze prodotte dal CTU.

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

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

Il consulente di parte avanzava:

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

Nei termini assegnati il c.t. di parte attrice, Ingegnere [REDACTED], inviava nota di osservazioni alla C.T.U. che qui si richiama integralmente.

Il consulente di parte avanzava:

\*\*\*

5) RISPOSTA AL QUESITO

**Premesse di carattere generale**

DEI CONTRATTI DERIVATI E IN PARTICOLARE DEL CONTRATTO DI 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 del primo raccolto annuale 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 Gap Floater. Questa tipologia prevede l'indicizzazione del tasso di interesse ad un parametro, solitamente EURIBOR o LIBOR con l'apposizione di "barriere" che a seconda se superate o meno generano, effetti diversi.

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.

Per ovviare a questi rischi il fornitore di prodotto derivato spesso, se costretta a revocare il prodotto che si era inteso proteggere da un possibile rialzo dei tassi di interesse; solitamente chiude il prodotto derivato addebita il mark to market. Qualora questo non venisse fatto la componente residuale avrebbe natura evidentemente speculativa. 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 attengono 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 Gap Floater 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, come già menzionato in precedenza, 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 complicità 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.

Ne deriva la fondamentale importanza delle previsioni dell'andamento del tasso di riferimento in maniera da stipulare un contratto derivato con un minimo di cognizione di causa poiché andrebbe dibattuta la reale necessità economica di proteggersi contro il rialzo dei tassi in uno scenario di tassi in caduta la cui stipula andrebbe annoverata tra il conforto psicologico che poco attiene alla corretta gestione aziendale.

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.

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.

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

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

FISSO = 7%  
VARIABILE = EURIBOR

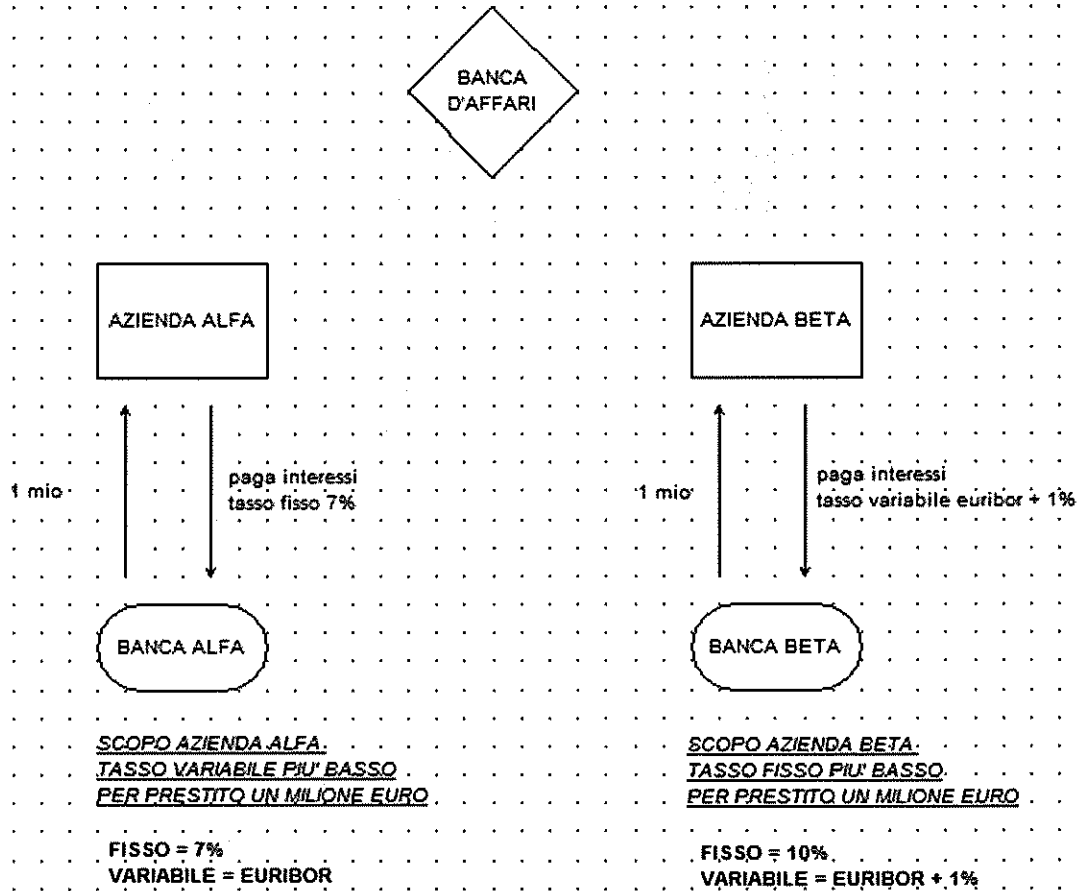
FISSO = 10%  
VARIABILE = EURIBOR + 1%

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



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

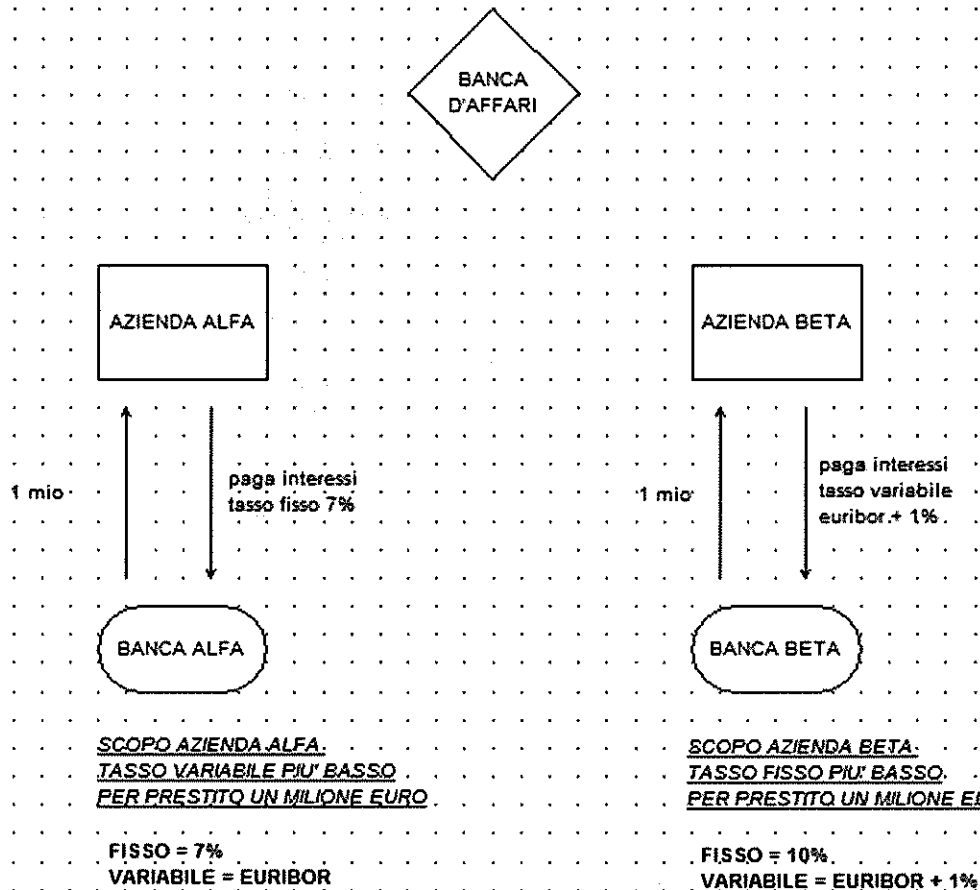
AZIENDA ALFA DEVE CONTRARRE IL DEBITO AL TASSO FISSO DEL 7%

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



TEORIA DI UN PLAIN VANILLA INTEREST RATE SWAP

ESEMPIO PRATICO



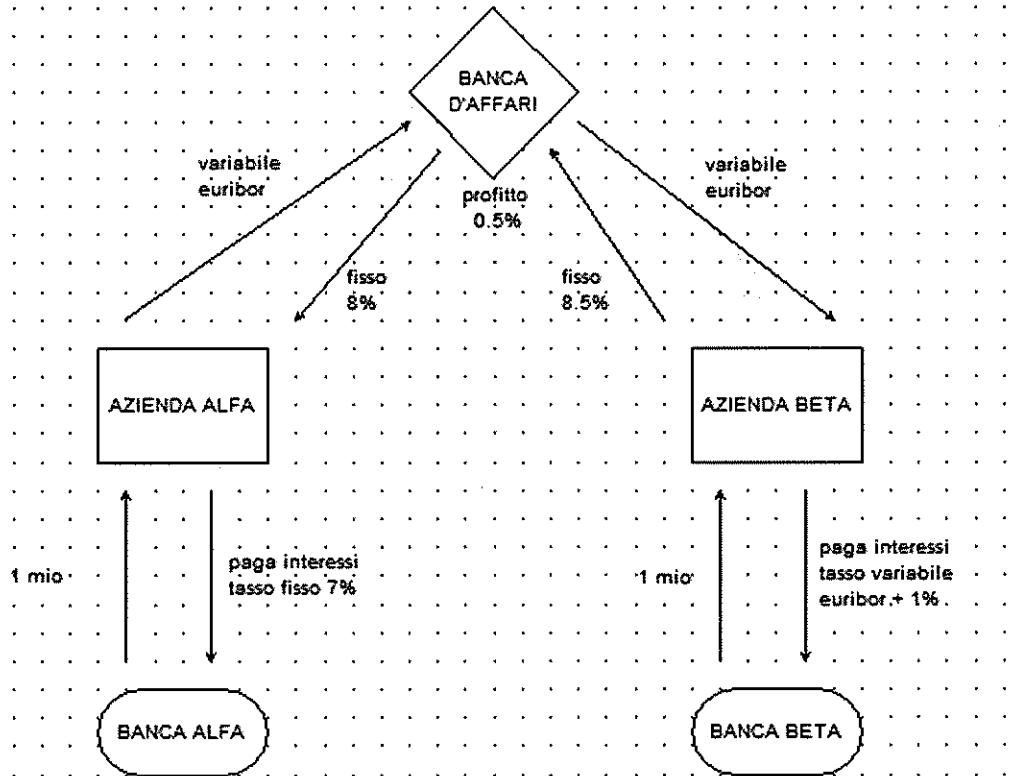
A QUESTO PUNTO SI STIPULANO I CONTRATTI DERIVATI INTEREST RATE SWAP TRA BANCA D'AFFARI E AZIENDA ALFA E TRA BANCA D'AFFARI E AZIENDA BETA DI PARI DURATA RISPETTO AL PRESTITO E PER UN VALORE NOZIONALE PARI AL VALORE DEL PRESTITO

a) nel primo contratto derivato BANCA D'AFFARI e AZIENDA ALFA si accordano di barattare i propri tassi e a regolarne 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 regolarne 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



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 paga a BANCA ALFA 7% di tasso fisso e accetta da BANCA D'AFFARI tasso fisso 8% e offre a BANCA D'AFFARI variabile euribor.

AZIENDA BETA paga a BANCA BETA tasso variabile euribor + 1% e accetta da BANCA D'AFFARI tasso variabile euribor e offre alla BANCA D'AFFARI tasso fisso 8.50%

riassumendo

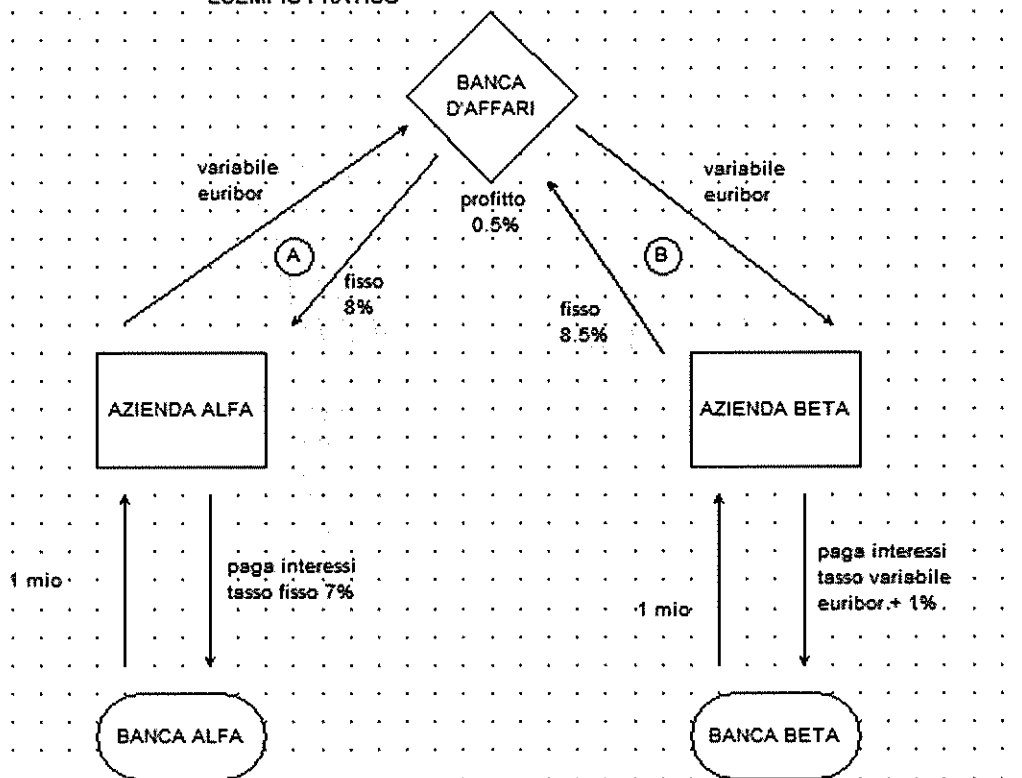
'BANCA D'AFFARI' accetta variabile euribor da AZIENDA ALFA ed offre variabile euribor a AZIENDA BETA, di fatto una partita di giro a somma zero. Accetta, sempre sul nozionale di un milione, tasso fisso 8.50% da AZIENDA BETA ed offre tasso-fisso ad AZIENDA ALFA 8%. Ad ogni scadenza il differenziale positivo per la BANCA D'AFFARI è 0.50% sul nozionale.

AZIENDA ALFA - offre euribor alla BANCA D'AFFARI da cui accetta tasso fisso 8% e paga alla BANCA ALFA tasso fisso 7%

AZIENDA BETA - offre tasso fisso 8.50% alla BANCA D'AFFARI da cui accetta tasso variabile euribor e paga alla BANCA BETA 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%

**CONCLUSIONI**

BANCA ALFA e BANCA BETA – hanno erogato, i finanziamenti alle condizioni da loro dettate.

BANCA D'AFFARI – ad ogni scadenza incamera 0.50% sul nominale

AZIENDA ALFA – accetta tasso fisso 8% e paga 7% di tasso fisso e offre variabile euribor.  
 Quindi ottiene il proprio milione al tasso variabile come desiderava)  
 euribor -1% - l'originale offerta era di euribor.

AZIENDA BETA – offre tasso fisso 8.50% e accetta variabile euribor mentre paga variabile +1%  
 Quindi ottiene il proprio milione al tasso fisso 8.50% + 1% = 9.50% - offerta originale era 10%

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 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 spaccettare (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. *In questa analisi uno dei prodotti richiede lo spaccettamento nei 10, dicasi dieci separati componenti che ne costituiscono l'interezza.*

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.

I tre contratti in analisi sono:

- un interest rate swap (IRS), come si può evincere dalla tabella relativa al suo pricing, altamente complesso perché strutturato sulla base di dieci separate componenti sia di natura obbligazionaria che di natura derivativa.
- due prodotti derivati hanno l'aggiunta di una componente di vincolo che li identifica come un GAP FLOATER, 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 dei derivati che qui interessano 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 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 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 degli strumenti che qui ci interessano, 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

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

- 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.

Viene da sé che il pricing di prodotti esotici (perché non plain vanilla) sia ancora più complicato e richieda strumenti di analisi sempre più sofisticati.

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" per l'IRS Gap Floater n. 611220400 e "Euribor

6 mesi" per l'IRS Gap Floater n. 705140164 e per l'IRS n. 705140172 - potrà assumere in futuro. Sottoscrivere contratti derivati del tipo in oggetto "Interest Rate Swap", due dei quali con componente esotica con la derivazione Gap Floater, significa sostanzialmente realizzare una conscia valutazione sui valori che crediamo in futuro assumerà la variabile aleatoria "Euribor 3 mesi e quella Euribor 6 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 e 6 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, ovverosia 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.*

Desidero offrire al Presidente Dott. Buratti 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".

Analogha 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) predefinizione 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.

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 e di correlazione. 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%*

Riferito alla possibilità di copertura in via prudenziale contro l'evento sfavorevole di una eccessiva salita dei tassi riferibile alle passività sottostanti la stipula dei tre contratti derivati; forse la considerazione è corretta per il primo prodotto sottoscritto, ma sicuramente incompleta per i due sottoscritti successivamente, 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 se vi fossero due posizioni debitorie visto che i contratti derivati sottoscritti e non direttamente collegati ad una posizione debitoria sottostante sono due e che non vi fosse menzione di quale indicizzazione dovesse essere applicata ai tassi di queste eventuali agevolazioni creditorie.

Lo scrivente, come da Quesito, non ha al momento della redazione di questa relazione peritale ricevuto indicazioni circa gli strumenti predittivi che avessero indicato alla banca una probabile salita dei tassi di interesse. 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, che il rialzo dei tassi di interesse non fosse al

momento considerata particolarmente probabile e soprattutto la curva non presentava profili particolarmente accentuati.

Il dott. [REDACTED] ha correttamente inviato propria comunicazione in cui si esplicita le finalità di copertura come segue:

nella scope,

con riferimento ai contratti derivati oggetto di causa, fornisco i chiarimenti richiesti.

Il contratto Interest Rate Swap – Gap Finater (Tasso Dinamico) n° 611220400 sottoscritto il 22/11/2005 (doc. 3 avv.) è finalizzato alla copertura del rischio di rialzo dei tassi d'interesse specificamente relativo al contratto di locazione finanziaria n. 870333 stipulato da XXXXXXX S.p.A., avente identica durata e piano di ammortamento assolutamente coincidente con il nozionale amortizing del derivato.

Il contratto Interest Rate Swap – Gap Finater (Tasso Dinamico) n° 611220400 sottoscritto il 22/11/2005 (doc. 3 avv.) e contratto Interest Rate Swap n° 611220400 sottoscritto il 22/11/2005 (doc. 3 avv.) sono stati stipulati al fine di ridurre il rischio di rialzo dei tassi d'interesse relativo alla complessiva manifestazione debitoria dell'azienda.

Con la presente si informa che, ai sensi dell'art. 10, comma 1, lett. a) del D.Lgs. n° 385 del 28/12/1993, il presente contratto è stato perfezionato con la sottoscrizione del notaio [REDACTED] in data 22/11/2005.

L'indicazione a favore del [REDACTED] in data 22/11/2005, per un importo di Euro 4.731.436,00, è stata emessa in tutti i casi di cui al contratto di locazione finanziaria direttamente operativa al netto dell'iva del 21% specificamente identica, in ragione del fatto che il contratto di locazione finanziaria è stato perfezionato con la sottoscrizione del notaio [REDACTED] in data 22/11/2005.

Al signor [REDACTED], con contratto di locazione, n° [REDACTED] sottoscritto in data 22/11/2005, un contratto di locazione di Euro 400.000,00 e costo di Euro 20.000,00.

Il contratto di locazione di Euro 400.000,00 è stato perfezionato con la sottoscrizione del notaio [REDACTED] in data 22/11/2005, in ragione del fatto che il contratto di locazione finanziaria è stato perfezionato con la sottoscrizione del notaio [REDACTED] in data 22/11/2005.

È disposta per ulteriori chiarimenti, senza alcun costo.

Che per maggiore chiarezza meglio esplicito:

Gentile Collega,

con riferimento ai contratti derivati oggetto di causa, fornisco i chiarimenti richiesti.

Il contratto Interest Rate Swap – Gap Finater (Tasso Dinamico) n° 611220400 sottoscritto il 22/11/2005 (doc. 3 avv.) è finalizzato alla copertura del rischio di rialzo dei tassi d'interesse specificamente relativo al contratto di locazione finanziaria n. 870333 stipulato da XXXXXXX con XXXXXXX Leasing S.p.A., avente identica durata e piano di ammortamento assolutamente coincidente con il nozionale amortizing del derivato.



Il contratto Interest Rate Swap – Gap Floater (Tasso Dinamico) n° 705140164 sottoscritto il 14/5/2007 (doc. 4 avv.) e contratto Interest Rate Swap n° 705140172 sottoscritto il 14/5/2007 (doc. 5 avv.) sono stati stipulati al fine di ridurre il rischio di rialzo dei tassi d'interesse relativo alla complessiva esposizione debitoria dell'impresa.

Com'è agevole rilevare dall'esame dei flussi da Centrale Rischi, di seguito riprodotta per stralcio, l'impresa presentava a maggio 2007, all'epoca della stipula dei due contratti derivati a nozionale fisso in esame, un complessivo indebitamento, sia a breve che a medio-lungo termine, ampiamente superiore all'importo di Euro 1.600.000.

L'indebitamento a breve termine di XXXXXXXX a maggio 2007 era dunque pari ad Euro 5.731.000 mentre l'esposizione a medio-lungo termine era pari a complessivi Euro 4.702.000. È dunque evidente che, anche sottraendo da tali valori l'importo del debito relativo al contratto di locazione finanziaria direttamente correlato al primo derivato IRS specificamente finalizzato, la residua complessiva esposizione debitoria era ampiamente superiore alla somma dei due nozionali di Euro 800.000 stipulati da XXXXXXXX a maggio 2007.

Si segnala, per completezza di relazione, che XXXXXXXX ha sottoscritto in data 21/6/2006 un contratto di finanziamento di Euro 800.000 a medio termine (doc. 12 Banca).

Costituisce naturalmente scelta aziendale insindacabile quella di procedere a copertura solo parziale del rischio, stipulando un derivato con nozionale inferiore alla complessiva esposizione debitoria dell'impresa, essendo sufficiente, al fine di escludere la natura speculativa del derivato, che il nozionale stesso non ecceda il complessivo indebitamento.

A disposizione per ulteriori chiarimenti, invio cordiali saluti.

██████████

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 per quanto attiene ai prodotti derivati sottoscritti nel 2007 non vi è un diretto rapporto tra il meccanismo di rilevazione del tasso relativamente al prodotto derivato rispetto alle eventuali variazioni di tasso delle passività sottostanti che si 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 i prodotti derivati hanno 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.

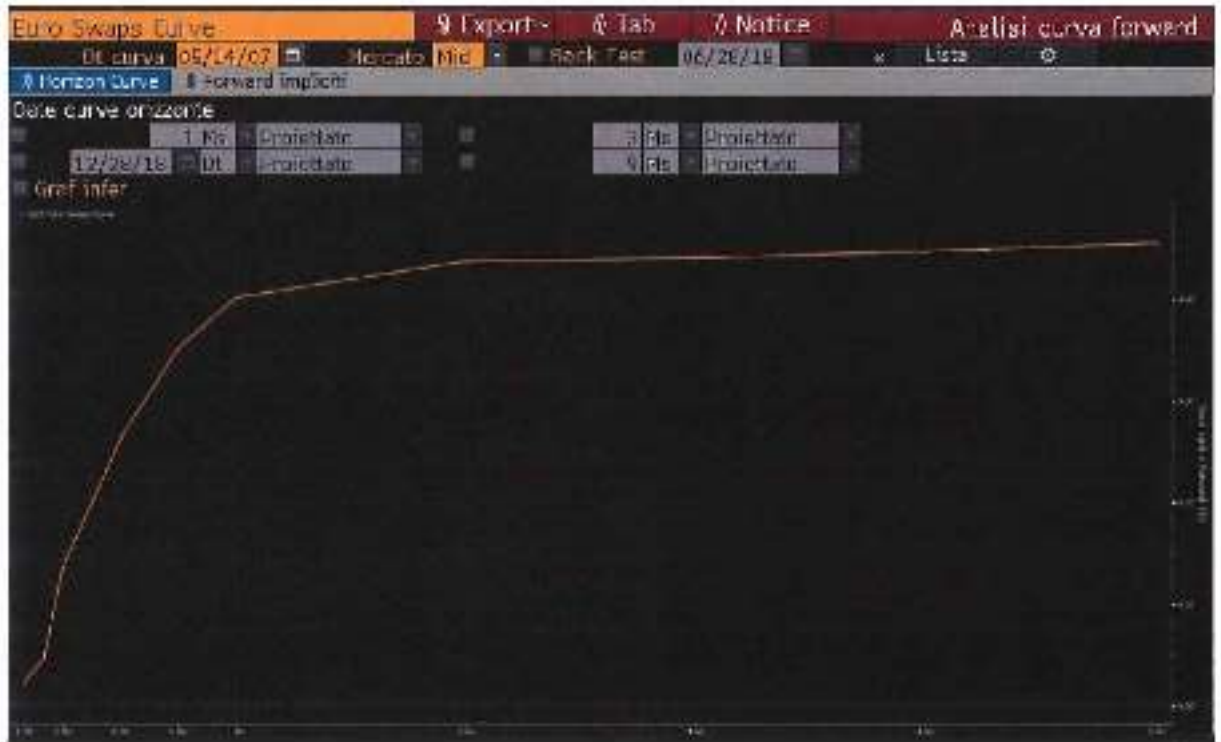
Gli esiti derivanti dal contratto sono stati causati dalla significativa diminuzione dei tassi d'interesse che hanno causato una corrispondente riduzione del tasso *Euribor* che costituisce la variabile da cui dipendono *i pagamenti dovuti dalla banca dal lato della gamba variabile*, questi pagamenti 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 e 6 mesi sono i tassi interbancari al quale una primaria banca europea è disposta a prestare denaro ad un'altra primaria banca per un periodo di 3 mesi o 6 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.

I grafici che seguono rappresentano quelle che sono state le curve dei tassi forward euribor 3M e 6M alla data delle rispettive sottoscrizioni:



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* e *6M*, consente di rappresentare i teorici effetti che potranno verificarsi per i contraenti.

Nella tabelle che segue i pagamenti negativi corrispondono a differenziali a carico del cliente, quelli positivi a differenziali a carico della banca.

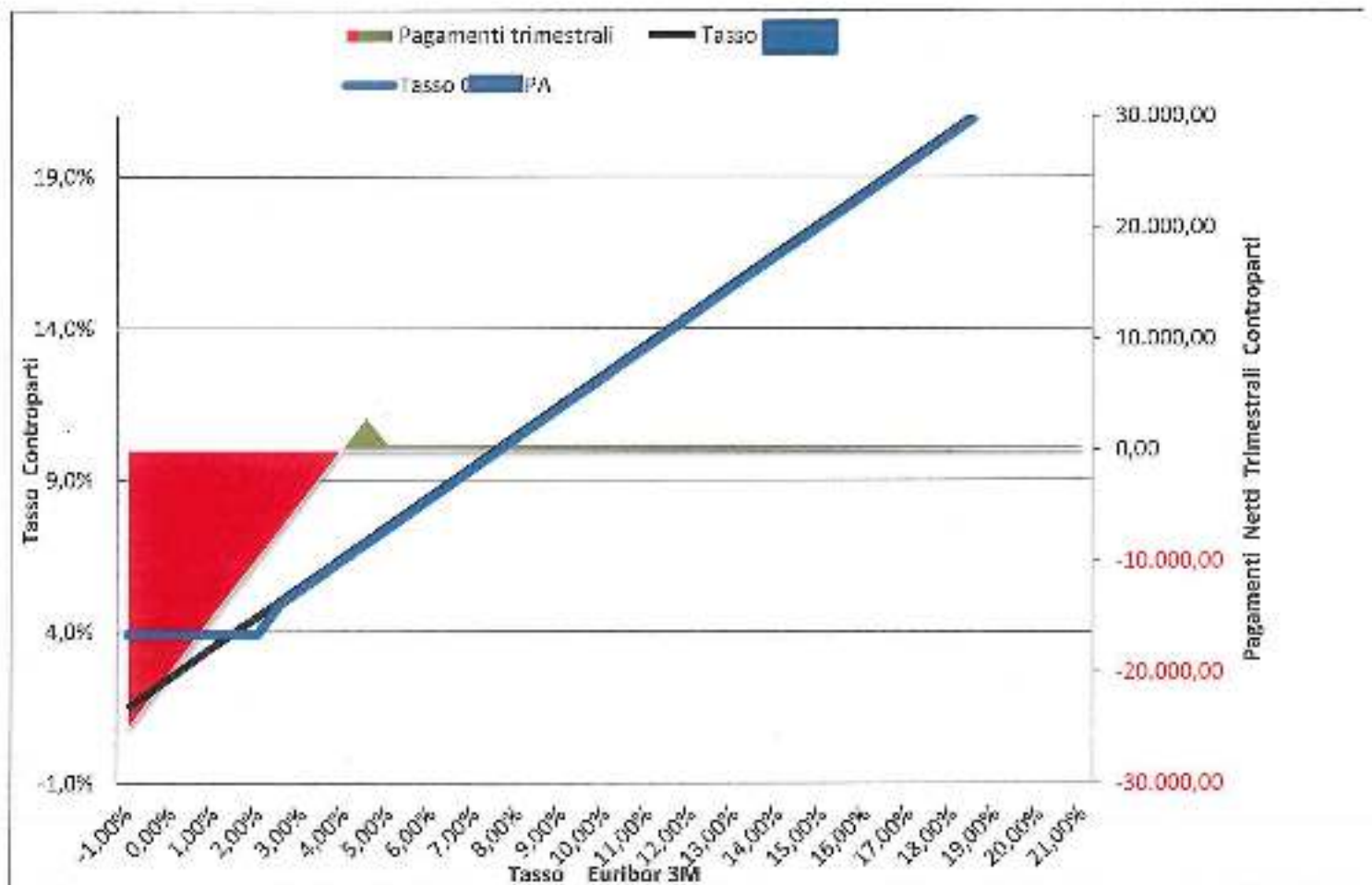
**RELATIVAMENTE ALL' IRS GAP FLOATER N. 611220400**

Euribor 3M	Tasso SPA	Tasso I	Spread	Pagamenti trimestrali
-1,00%	3,32%	-1,00%	-4,92%	-25.029,77
-0,50%	3,32%	-0,50%	-4,42%	-22.486,10
0,00%	3,32%	0,00%	-3,92%	-19.942,42
0,50%	3,32%	0,50%	-3,42%	-17.398,75
1,00%	3,32%	1,00%	-2,92%	-14.855,07
1,50%	3,32%	1,50%	-2,42%	-12.311,39
2,00%	3,32%	2,00%	-1,92%	-9.767,72
2,50%	3,32%	2,50%	-1,42%	-7.224,04
3,00%	3,32%	3,00%	-0,92%	-4.680,36
3,50%	3,42%	3,50%	-0,42%	-2.136,69
4,00%	3,32%	4,00%	0,08%	406,99
4,50%	3,32%	4,50%	0,58%	2.950,66
5,00%	4,30%	5,00%	0,10%	508,74
5,50%	5,40%	5,50%	0,10%	508,74
6,00%	5,30%	6,00%	0,10%	508,74
6,50%	6,40%	6,50%	0,10%	508,74
7,00%	6,30%	7,00%	0,10%	508,74
7,50%	7,40%	7,50%	0,10%	508,74
8,00%	7,30%	8,00%	0,10%	508,74
8,50%	8,40%	8,50%	0,10%	508,74
9,00%	8,30%	9,00%	0,10%	508,74
9,50%	9,40%	9,50%	0,10%	508,74
10,00%	9,30%	10,00%	0,10%	508,74
10,50%	10,40%	10,50%	0,10%	508,74
11,00%	10,30%	11,00%	0,10%	508,74
11,50%	11,40%	11,50%	0,10%	508,74
12,00%	11,30%	12,00%	0,10%	508,74
12,50%	12,40%	12,50%	0,10%	508,74
13,00%	12,30%	13,00%	0,10%	508,74
13,50%	13,40%	13,50%	0,10%	508,74
14,00%	13,30%	14,00%	0,10%	508,74
14,50%	14,40%	14,50%	0,10%	508,74
15,00%	14,30%	15,00%	0,10%	508,74
15,50%	15,40%	15,50%	0,10%	508,74
16,00%	15,30%	16,00%	0,10%	508,74
16,50%	16,40%	16,50%	0,10%	508,74
17,00%	16,30%	17,00%	0,10%	508,74
17,50%	17,40%	17,50%	0,10%	508,74
18,00%	17,30%	18,00%	0,10%	508,74
18,50%	18,40%	18,50%	0,10%	508,74
19,00%	18,30%	19,00%	0,10%	508,74
19,50%	19,40%	19,50%	0,10%	508,74
20,00%	19,30%	20,00%	0,10%	508,74
20,50%	20,40%	20,50%	0,10%	508,74
21,00%	20,30%	21,00%	0,10%	508,74

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 €. 19.942,42;
- in ipotesi l'Euribor 3m risulti prossimo all' 5% il differenziale a favore del cliente risulterà pari a circa €. 508,74 e il differenziale a favore del cliente non potrà mai salire oltre detto importo.

Le medesime evidenze in termini grafici sono rappresentabili come segue nella tabella dei "triangoli di rendimento"





L'area in rosso presenta la casistica dove i pagamenti sono con differenziale a svantaggio del cliente mentre l'area in verde la casistica con differenziale a vantaggio del cliente.

Invece 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 12.01.2006 fino alla scadenza il 12.01.2016 è pari a €. -67.945,95 quindi la società cliente dovrà pagare dei flussi di cassa che risultano maggiori di quelli che dovrà ricevere pari a questo importo.

Da	A	GG	Nozionale	XXXXXXX	XXXXXXX			Flussi Differenziali
				Pag. Variabile	Pag. Fisso	Pag. Cap Euribor 3M	Pag. Cap Dig Euribor 3M	
12/01/2006	03/01/2007	90	2.613.606	25.419,61	25.361,12	0	0	-1.941,51
03/01/2007	06/01/2007	92	2.587.704	24.751,94	-25.419,93	-	-	668,59
06/01/2007	09/03/2007	94	2.561.533	24.981,50	-25.465,24	- 0,13	- 5,06	-474,93
09/03/2007	12/03/2007	91	2.535.089	23.716,72	-24.152,57	- 2,19	- 11,31	-419,15
12/03/2007	03/03/2008	91	2.508.359	22.946,64	-23.671,10	- 31,46	- 107,13	-863,05
03/03/2008	06/02/2008	91	2.481.371	22.205,36	-23.194,87	- 47,45	- 139,56	-1.176,57
06/02/2008	09/01/2008	91	2.454.092	21.562,67	-22.725,30	- 66,31	- 168,75	-1.397,69
09/01/2008	12/01/2008	91	2.426.529	20.999,38	-22.180,53	- 92,84	- 226,15	-1.580,14
12/01/2008	03/02/2009	91	2.398.679	20.638,71	-21.759,66	- 241,43	- 402,96	-1.805,34
03/02/2009	06/01/2009	91	2.370.538	20.185,04	-21.343,33	- 288,52	- 447,23	-1.886,04
06/01/2009	09/01/2009	92	2.342.101	19.919,37	-21.118,86	- 336,12	- 475,29	-2.010,90
09/01/2009	12/01/2009	91	2.313.371	19.257,35	-20.441,69	- 402,12	- 520,70	-2.107,16
12/01/2009	03/01/2010	90	2.284.345	18.364,67	-19.777,85	- 508,15	- 605,38	-1.926,71
03/01/2010	06/01/2010	92	2.255.013	18.560,72	-19.768,24	- 568,65	- 638,79	-2.014,96
06/01/2010	09/01/2010	92	2.225.376	18.535,40	-19.323,24	- 616,22	- 654,86	-2.058,97
09/01/2010	12/01/2010	91	2.195.430	17.917,69	-18.678,08	- 664,72	- 667,30	-2.093,31
12/01/2010	03/01/2011	90	2.165.172	17.378,61	-18.045,23	- 709,10	- 676,26	-2.105,98
03/01/2011	06/01/2011	92	2.134.599	17.297,59	-18.016,48	- 761,38	- 695,62	-2.175,89
06/01/2011	09/01/2011	92	2.103.707	16.882,01	-17.586,60	- 795,29	- 698,13	-2.198,01
09/01/2011	12/01/2011	91	2.072.494	16.297,76	-16.976,92	- 791,29	- 691,29	-2.160,64
12/01/2011	03/01/2012	91	2.040.955	15.978,28	-16.559,04	- 807,53	- 701,40	-2.089,69
03/01/2012	06/01/2012	92	2.009.088	15.750,45	-16.321,71	- 842,55	- 705,54	-2.120,34
06/01/2012	09/03/2012	94	1.976.889	15.680,47	-16.248,64	- 885,57	- 717,88	-2.171,62
09/03/2012	12/03/2012	91	1.944.354	14.801,02	-15.324,42	- 886,98	- 695,47	-2.105,83
12/03/2012	03/01/2013	88	1.921.480	14.135,48	-14.433,24	- 919,50	- 696,54	-1.913,80
03/01/2013	06/01/2013	94	1.878.264	14.702,89	-14.998,95	- 1.000,04	- 735,69	-2.031,79
06/01/2013	09/02/2013	91	1.844.702	13.849,39	-14.123,61	- 961,48	- 702,47	-1.958,12
09/02/2013	12/02/2013	91	1.810.750	13.483,16	-13.730,41	- 961,53	- 691,33	-1.920,11
12/02/2013	03/03/2014	91	1.776.525	13.274,23	-13.339,06	- 1.012,55	- 700,70	-1.778,09
03/03/2014	06/02/2014	91	1.741.903	12.899,21	-12.951,29	- 1.021,33	- 688,91	-1.762,37
06/02/2014	09/01/2014	91	1.706.921	12.525,60	-12.567,09	- 1.095,56	- 675,52	-1.742,56
09/01/2014	12/01/2014	91	1.671.574	12.162,51	-12.186,34	- 1.000,85	- 654,12	-1.678,80
12/01/2014	03/02/2015	91	1.635.858	11.898,41	-11.807,96	- 997,35	- 646,19	-1.553,29
03/02/2015	06/01/2015	91	1.599.771	11.528,57	-11.433,15	- 997,44	- 631,75	-1.532,77
06/01/2015	09/01/2015	92	1.553.307	11.284,44	-11.182,19	- 1.005,84	- 623,65	-1.527,24
09/01/2015	12/01/2015	91	1.526.444	10.804,79	-10.692,58	- 997,79	- 610,64	-1.496,32
12/01/2015	03/01/2016	91	1.489.237	10.578,59	-10.377,47	- 1.021,24	- 616,23	-1.416,35
03/01/2016	06/01/2016	92	1.451.622	10.297,22	-10.074,03	- 1.023,17	- 605,42	-1.405,40
06/01/2016	09/01/2016	92	1.413.615	9.931,37	-9.716,72	- 1.010,20	- 586,77	-1.376,32
09/01/2016	12/01/2016	91	1.375.213	9.475,05	-9.250,30	- 965,45	- 557,09	-1.297,75
<b>TOTALE</b>				<b>661.810,32</b>	<b>-682.382,94</b>	<b>-26.307,50</b>	<b>-21.065,83</b>	<b>-67.945,95</b>

**Riassunto delle pattuizioni contrattuali**

**Contratto** - BANCA XXXXXXXX

IRS GAP FLOATER N. 611220400

**CARATTERISTICHE STRUMENTO DERIVATO**

**Data Sottoscrizione:** 22 NOVEMBRE 2011

**Nominale** €. 2.613.606,00

**Data Iniziale:** 01 DICEMBRE 2006

**Scadenza:** 01 DICEMBRE 2016

**Durata:** 10 anni

**Frequenza Pagamenti Tasso Parametro Cliente:** TRIMESTRALE

**Fattore moltiplicativo tasso di riferimento:** ACT 360

**Tasso parametro tipologia GAP FLOATER**

- 3.92000% se Euribor 3 mesi è inferiore a 5.00%
- Euribor 3 mesi - 0.10% se Euribor è superiore o uguale a 5.000%

Le rilevazioni del Tasso Euribor 3M avvengono due giorni lavorativi antecedenti l'inizio di ciascun periodo di calcolo (in advance)

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

**Caratteristiche del contratto IRS N. 611220400**

**Premesse specifiche al derivato IRS n.611220400 del 12.01.2006**

Nelle pagine precedenti sono state fornite le nozioni astratte di tecnica bancaria necessarie a descrivere e comprendere le tipologie dei contratti derivati a cui sono riconducibili i tre prodotti 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, per il derivato IRS n.611220400 non risulta alcun riferimento agli scenari probabilistici di sviluppo futuro basate su dati statistici riferiti alla curva dei tassi forward.

**Funzione e caratteristiche**

Il contratto derivato IRS n.611220400 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).

Schemi IRS 611220400

		GAMBA 1	GAMBA 2		
		XXXXXXX	XXXXXXX		
		Vende	Vende	Vende	
		BOND	CAP Digitale		CAP
DA	A	Tasso Variabile	Tasso Fisso	Strike Euribor 3M	Rebate
		Euribor 3M	3,92%	5,00%	0,98%
					Strike Euribor 3M
					5,00%

La gamba della società XXXXXXX è composta da:

- VENDE n. 1 obbligazione a tasso fisso al 3.92%;
- VENDE n. 1 CAP digitale con strike all'Euribor 3M posta al 5.00% con un rebate dello 0.980%;
- VENDE n. 1 opzione sui tassi di interesse del tipo CAP con sottostante il tasso Euribor 3 mesi e strike 5,000%; 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 periodo, 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 5,000% pagherà un tasso di interesse fisso del 3,920%;

b) se il tasso Euribor 3 mesi è uguale o superiore al 5,000% pagherò euribor 3 mesi e riceverà un ristorno del 0.980%;

La gamba della XXXXXXX è composta da una obbligazione VENDE 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 periodo.

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-fisso" quando il tasso Euribor 3 mesi assume valori sotto la soglia del 3,920% e come uno swap "fisso-variabile" quando il tasso Euribor 3 mesi assume valori uguale o superiore al 5,000%.

Sotto la soglia del 3,920% la società cliente paga il tasso fisso dello 3.920% e riceve dalla Banca il tasso variabile Euribor 3 mesi.

Sopra o alla soglia del 5.000% il cliente paga tasso euribor 3M e riceve un ristorno del 0.100% mentre la banca contemporaneamente paga il tasso euribor 3M; il risultato netto è che il cliente riceve un differenziale netto, per tassi euribor 3M oltre il 5.000%, dello 0.100% che per il nozionale in oggetto rende il pagamento trimestrale sempre a favore del cliente, per un importo fisso di euro 508,71.

La valutazione di funzionamento che viene meglio spiegata dal grafico "triangoli di rendimento" che viene rappresentata dalla sottile linea verde orizzontale come vedremo in seguito.

La sostanza è che la struttura del prodotto derivato rende al cliente euro 508.74 a trimestre per tassi euribor 3M pari o superiori al 5.000% ma tale rendimento si colloca ad un livello di tasso così elevato che i benefici verrebbero annullati prima e contrastati poi da tassi della locazione finanziaria che nel frattempo sarebbero diventati estremamente elevati.



Il prodotto derivato ha una struttura di rendimento a favore del cliente che ha una finestra di funzionamento a protezione del rialzo dei tassi con una copertura estremamente contenuta e cioè quanto il tasso euribor 3M si colloca tra il 3.921% e il 4.999%

Il contratto di Gap Floater è di per sé è un ottimo contratto per la copertura del rischio variazione tassi di interesse, anche se non è molto semplice da comprendere, non ha un costo direttamente trasparente e chiaro se non dopo essere stato scomposto ed analizzato.

In definitiva il contratto IRS GAP FLOATER 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 venduta dalla società cliente e quindi non ha natura speculativa e nel contempo non è nemmeno una Opzione GAP FLOATER con Cap semplice.

#### Flussi di Cassa

Dall'analisi effettuata risultano i flussi di cassa come da tabella sottostante alcuni si devono considerare come importi pagati e altri come proiezioni poiché non risultano in atti estratti conto che confermino l'effettivo pagamento dei differenziali residuali, ma la sostanza tecnica non cambia.

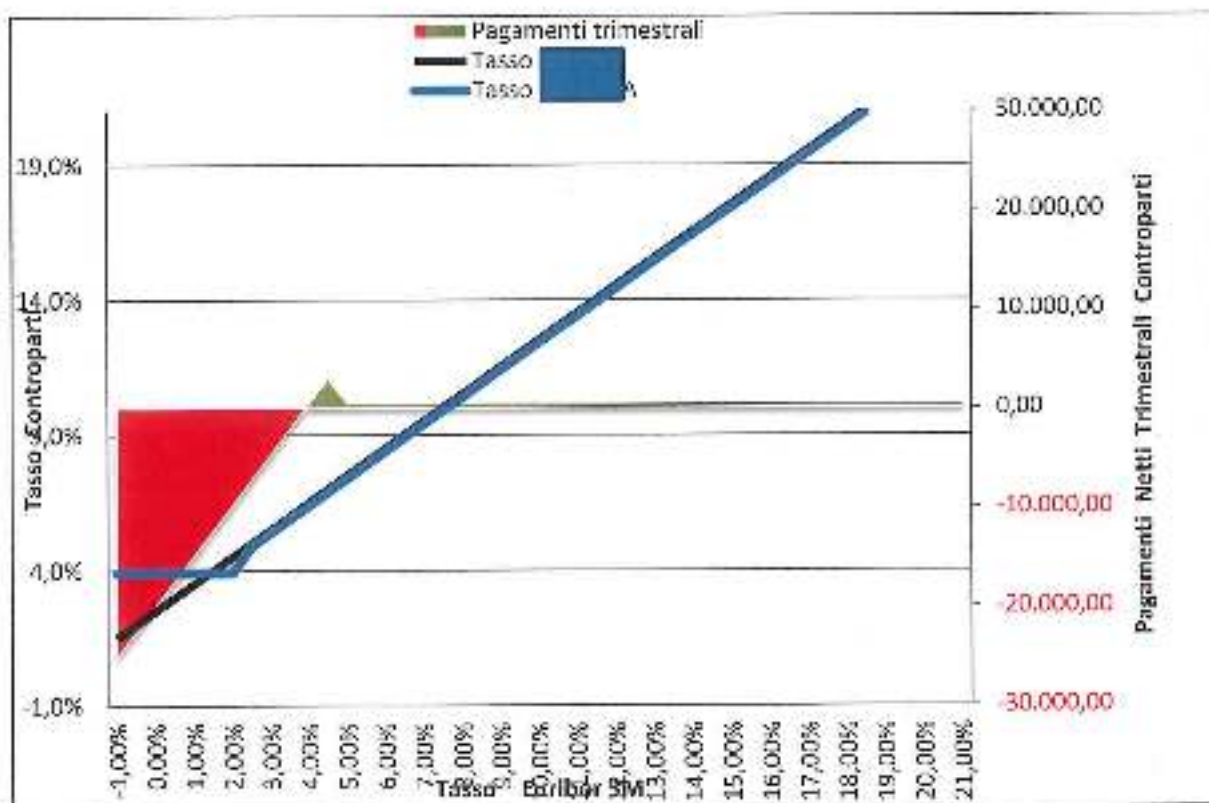
L'importo dei flussi deriva dallo scambio dei flussi di cassa differenziali netti in ciascun trimestre evidenziato.

Non risulta in atti, in fase di sottoscrizione del contratto, che peraltro nemmeno lo prevedeva, versamento di importo a titolo di upfront.



N. Contratto	Data	Data	Flussi Differenziali	Utili/Perdite Estinzione	UP Front / Premio	Totale Flussi
1	IRS GAP FLOATER N. 611220400	03/01/2007	-1.914,47			
1	IRS GAP FLOATER N. 611220400	06/01/2007	-436,46			
3	IRS GAP FLOATER N. 611220400	09/03/2007	1.290,87			
3	IRS GAP FLOATER N. 611220400	17/03/2007	5.192,24			
1	IRS GAP FLOATER N. 611220400	03/03/2008	5.427,55			
1	IRS GAP FLOATER N. 611220400	05/02/2008	2.929,29			
1	IRS GAP FLOATER N. 611220400	09/01/2008	5.231,20			
1	IRS GAP FLOATER N. 611220400	12/01/2008	6.391,34			
1	IRS GAP FLOATER N. 611220400	03/02/2009	248,59			
1	IRS GAP FLOATER N. 611220400	06/01/2009	-12.498,73			
1	IRS GAP FLOATER N. 611220400	09/01/2009	-15.891,23			
1	IRS GAP FLOATER N. 611220400	12/01/2009	-18.098,60			
1	IRS GAP FLOATER N. 611220400	03/01/2010	-18.286,18			
1	IRS GAP FLOATER N. 611220400	06/01/2010	-18.798,29			
1	IRS GAP FLOATER N. 611220400	09/01/2010	-18.318,06			
1	IRS GAP FLOATER N. 611220400	12/01/2010	-16.876,26			
1	IRS GAP FLOATER N. 611220400	03/01/2011	-15.658,61			
1	IRS GAP FLOATER N. 611220400	06/01/2011	-15.426,99			
1	IRS GAP FLOATER N. 611220400	09/01/2011	-13.386,59			
1	IRS GAP FLOATER N. 611220400	12/01/2011	-17.468,35			
1	IRS GAP FLOATER N. 611220400	03/01/2012	-17.608,54			
1	IRS GAP FLOATER N. 611220400	06/01/2012	-15.038,47			
1	IRS GAP FLOATER N. 611220400	09/03/2012	-16.770,94			
1	IRS GAP FLOATER N. 611220400	12/03/2012	-17.875,47			
1	IRS GAP FLOATER N. 611220400	03/01/2013	-17.428,45			
1	IRS GAP FLOATER N. 611220400	06/02/2013	-18.195,17			
1	IRS GAP FLOATER N. 611220400	09/02/2013	-17.346,35			
1	IRS GAP FLOATER N. 611220400	12/02/2013	-16.913,03			
1	IRS GAP FLOATER N. 611220400	03/03/2014	-16.557,07			
1	IRS GAP FLOATER N. 611220400	06/02/2014	-16.001,07			
1	IRS GAP FLOATER N. 611220400	09/01/2014	-15.576,13			
1	IRS GAP FLOATER N. 611220400	12/01/2014	-15.857,80			
1	IRS GAP FLOATER N. 611220400	03/02/2015	-15.870,46			
1	IRS GAP FLOATER N. 611220400	06/01/2015	-15.600,70			
1	IRS GAP FLOATER N. 611220400	09/01/2015	-15.712,80			
1	IRS GAP FLOATER N. 611220400	12/01/2015	-15.252,69			
1	IRS GAP FLOATER N. 611220400	03/01/2016	-15.182,05			
1	IRS GAP FLOATER N. 611220400	05/01/2016	-15.291,39			
1	IRS GAP FLOATER N. 611220400	09/01/2016	-15.104,15			
1	IRS GAP FLOATER N. 611220400	12/01/2016	-14.585,22			
Totale IRS 611220400			-470.134,64	0,00	0,00	-470.134,64

Grafico Pay off Opzione GAP FLOATER n. 611220400



Nella figura si vede bene come il beneficio, area verde di cui la società cliente andrebbe a beneficiare è largamente minore rispetto alla corrispondente area rossa di beneficio della banca.

Inoltre l'area verde (linea sottile) si colloca ad un valore di tasso di interesse tale che il sottostante prodotto collegato cui parrebbe intendere tutelare sarebbe a tali livelli di costo da non poter essere in alcun modo tutelato dal prodotto derivato in oggetto, come espresso nelle pagine precedenti, in ipotesi l'Euribor 3m risulti prossimo o superiore al 5.000% il differenziale a favore del cliente risulterà pari a circa €. 508,74 e il differenziale a favore del cliente non potrà mai salire oltre detto importo mentre gli interessi collegati al leasing assumeranno via via maggiore consistenza.

## **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, qualsiasi sia la declinazione tecnica adottata, 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, ma che di base devono essere formulate su indicazioni prospettiche serie e di comprovata storicità.

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 sopravvalutate nel prosieguo del periodo di contratto.

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 alcuna forma di copertura dal rischio tasso di interesse.

Non è corretto asserire che stipulare un contratto Interest Rate Swap non comporti 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 solitamente da collegarsi alla valutazione MIFID intercorsa tra cliente e istituzione bancaria, cosa che in atti traspare ma da cui non è nemmeno ipotizzabile se il cliente rientrasse o meno nella categoria in cui è stato allocato, quale che essa sia.

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 22 novembre 2006 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 ma è possibile per le affinità di periodo, di valori di ammortamento e di importo presupporre che il finanziamento sottostante fosse il contratto di leasing, come peraltro ci indica il CTP della convenuta il dott. [REDACTED].

**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 2006

Pricing IRS GAP FLOATER N. 611220400

Nominale	€ 2.413.606
Data Valutazione	22/11/2006
Data Inizio	01/12/2006
Data Scadenza	01/12/2016

Componenti Obbligazionarie/Derivative a Carico della Banca (A)

Descrizione	Valore attualizzato	% sul Nominale
Componente obbligazionario → Tasso Variabile Euribor 3M	661.810,32	25,32%
Componente derivativa →		0,00%
<b>TOTALE</b>	<b>661.810,32</b>	<b>25,32%</b>

Componenti Obbligazionarie/Derivative a Carico del Cliente (B)

Descrizione	Valore attualizzato	% sul Nominale
Componente obbligazionaria → Tasso Fisso 3,92%	652.382,94	26,11%
Componente derivativa → Euribor 3M Cap k = 5,00%	26.307,50	1,01%
Componente derivativa → Eur 3M Dig Cap k = 5,00% ; R = 0,98%	21.065,83	0,81%
<b>TOTALE</b>	<b>729.756,27</b>	<b>27,92%</b>

Valore di Mercato (MTM) Negativa per il Cliente (A-B) -€ 67.945,95 -2,40%

UpFront ricevuto dal Cliente 0,00%

Δ→ Valore negativo per il Cliente -€ 67.945,95 -2,40%

Il mispricing evidenziato, deriva in parte dalla componente obbligazionaria in mano alla società cliente di importo maggiore rispetto alla componente obbligazionaria in mano alla Banca e ulteriormente aggravato dalla componente derivativa sempre in mano alla società cliente.

Il valore della componente obbligazionaria della Banca era pari a €. 661.810,32 mentre quella della società cliente era sempre di €. 682.382,94.

alla quale aggiungere la componente derivata rappresentata dall'opzione Cap del valore di €. 26.307,50 che andava a aumentare il mispricing insieme alla opzione Cap Digitale pari a €. 21.065,83, portando il valore netto del contratto swap ad €. - 67.945,95 a debito della società cliente.

Alla data di sottoscrizione del contratto, la curva dei tassi della zona Euro presentava un'inclinazione leggermente positiva, più neutra che altro se si considerano i valori percentuali espressi.

Conseguentemente i valori attesi (o tassi Forward) dell'Euribor 3M risultavano leggermente crescenti in maniera costante e continuativa fino al 2016 dove raggiungeva il valore massimo del 4.01% in data reset 30 agosto 2016 restando all'interno di uno stretto range 3,61% - 4,01% valori crescenti ma con curve molto piatte.

Il tasso pari al 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.



La tabella Esset rende più semplice la comprensione

Data	Tassi Forward Euribor 3 M	Data	Tassi Euribor 3 M	Differenza
11/29/2006	3,61991	11/29/2006	3,627	0,0071
02/27/2007	3,8169	02/27/2007	3,854	0,0371
05/30/2007	3,84705	05/30/2007	4,113	0,2660
08/30/2007	3,85413	08/30/2007	4,724	0,8699
11/29/2007	3,80003	11/29/2007	4,775	0,9760
02/28/2008	3,75277	02/28/2008	4,387	0,6342
05/29/2008	3,71945	05/29/2008	4,86	1,1406
08/28/2008	3,69792	08/28/2008	4,962	1,2641
11/27/2008	3,71124	11/27/2008	3,879	0,1678
02/26/2009	3,70726	02/26/2009	1,835	-1,8723
05/28/2009	3,69736	05/28/2009	1,27	-2,4274
08/28/2009	3,69289	08/28/2009	0,825	-2,8679
11/27/2009	3,75883	11/27/2009	0,718	-3,0408
02/25/2010	3,75987	02/25/2010	0,658	-3,1019
05/28/2010	3,76017	05/28/2010	0,699	-3,0617
08/30/2010	3,76024	08/30/2010	0,888	-2,8722
11/29/2010	3,76349	11/29/2010	1,027	-2,7365
02/25/2011	3,76858	02/25/2011	1,092	-2,6716
05/30/2011	3,76795	05/30/2011	1,43	-2,3330
08/30/2011	3,76342	08/30/2011	1,51	-2,2234
11/29/2011	3,78252	11/29/2011	1,477	-2,3055
02/28/2012	3,7828	02/28/2012	0,991	-2,7918
05/30/2012	3,78293	05/30/2012	0,671	-3,1119
08/30/2012	3,78611	08/30/2012	0,783	-3,5031
11/29/2012	3,83913	11/29/2012	0,19	-3,6491
02/27/2013	3,84262	02/27/2013	0,21	-3,6326
05/30/2013	3,84389	05/30/2013	0,2	-3,6439
08/29/2013	3,84941	08/29/2013	0,225	-3,6244
11/28/2013	3,90095	11/28/2013	0,233	-3,6680
02/27/2014	3,90424	02/27/2014	0,286	-3,6182
05/29/2014	3,90706	05/29/2014	0,31	-3,5971
08/28/2014	3,91233	08/28/2014	0,167	-3,7453
11/27/2014	3,95003	11/27/2014	0,082	-3,8680
02/26/2015	3,95306	02/26/2015	0,04	-3,9131
05/28/2015	3,95585	05/28/2015	-0,013	-3,9689
08/28/2015	3,9611	08/28/2015	-0,033	-3,9941
11/27/2015	4,00393	11/27/2015	-0,113	-4,1169
02/26/2016	4,00585	02/26/2016	-0,202	-4,2089
05/30/2016	4,00907	05/30/2016	-0,261	-4,2701
08/30/2016	4,01526	08/30/2016	-0,299	-4,3143

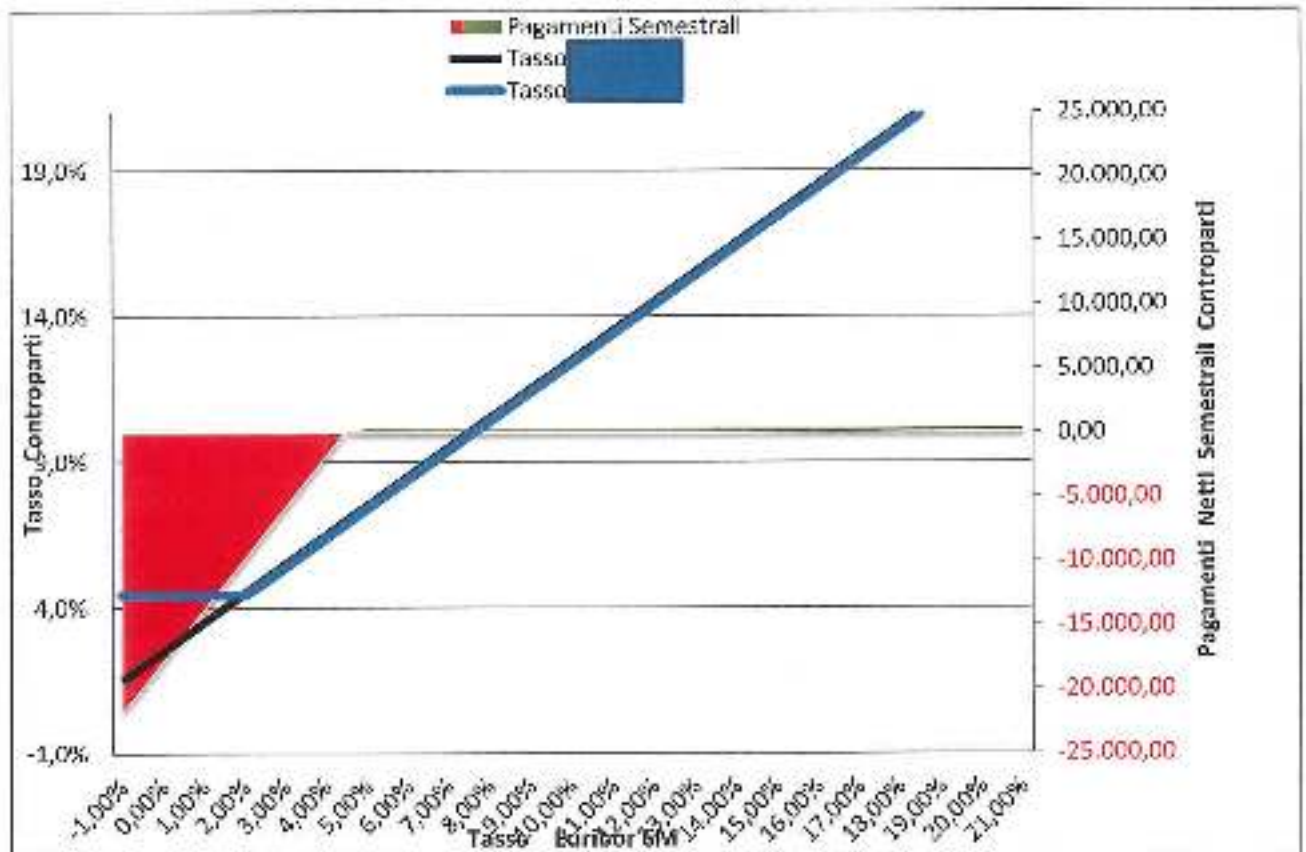
**RELATIVAMENTE ALL' IRS GAP FLOATER N. 705140164**

Euribor 6M	Tasso XXXXXXX SPA	Tasso XXXXXXX	Spread	Pagamenti Semestrali
-1,00%	4,45%	-1,00%	-5,45%	-21.800,00
-0,50%	4,45%	-0,50%	-4,95%	-19.800,00
0,00%	4,45%	0,00%	-4,45%	-17.800,00
0,50%	4,45%	0,50%	-3,95%	-15.800,00
1,00%	4,45%	1,00%	-3,45%	-13.800,00
1,50%	4,45%	1,50%	-2,95%	-11.800,00
2,00%	4,45%	2,00%	-2,45%	-9.800,00
2,50%	4,45%	2,50%	-1,95%	-7.800,00
3,00%	4,45%	3,00%	-1,45%	-5.800,00
3,50%	4,45%	3,50%	-0,95%	-3.800,00
4,00%	4,45%	4,00%	-0,45%	-1.800,00
4,50%	4,45%	4,50%	0,05%	200,00
5,00%	4,90%	5,00%	0,10%	400,00
5,50%	5,40%	5,50%	0,10%	400,00
6,00%	5,90%	6,00%	0,10%	400,00
6,50%	6,40%	6,50%	0,10%	400,00
7,00%	6,90%	7,00%	0,10%	400,00
7,50%	7,40%	7,50%	0,10%	400,00
8,00%	7,90%	8,00%	0,10%	400,00
8,50%	8,40%	8,50%	0,10%	400,00
9,00%	8,90%	9,00%	0,10%	400,00
9,50%	9,40%	9,50%	0,10%	400,00
10,00%	9,90%	10,00%	0,10%	400,00
10,50%	10,40%	10,50%	0,10%	400,00
11,00%	10,90%	11,00%	0,10%	400,00
11,50%	11,40%	11,50%	0,10%	400,00
12,00%	11,90%	12,00%	0,10%	400,00
12,50%	12,40%	12,50%	0,10%	400,00
13,00%	12,90%	13,00%	0,10%	400,00
13,50%	13,40%	13,50%	0,10%	400,00
14,00%	13,90%	14,00%	0,10%	400,00
14,50%	14,40%	14,50%	0,10%	400,00
15,00%	14,90%	15,00%	0,10%	400,00
15,50%	15,40%	15,50%	0,10%	400,00
16,00%	15,90%	16,00%	0,10%	400,00
16,50%	16,40%	16,50%	0,10%	400,00
17,00%	16,90%	17,00%	0,10%	400,00
17,50%	17,40%	17,50%	0,10%	400,00
18,00%	17,90%	18,00%	0,10%	400,00
18,50%	18,40%	18,50%	0,10%	400,00
19,00%	18,90%	19,00%	0,10%	400,00
19,50%	19,40%	19,50%	0,10%	400,00
20,00%	19,90%	20,00%	0,10%	400,00
20,50%	20,40%	20,50%	0,10%	400,00
21,00%	20,90%	21,00%	0,10%	400,00

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 €. 17.800,30;
- in ipotesi l'Euribor 3m risulti prossimo all' 5% il differenziale a favore del cliente risulterà pari a circa €. 400,00 e il differenziale a favore del cliente non potrà mai salire oltre detto importo.

Le medesime evidenze in termini grafici sono rappresentabili come segue nella tabella dei "triangoli di rendimento"





L'area in rosso presenta la casistica dove i pagamenti sono con differenziale a svantaggio del cliente mentre l'area in verde la casistica con differenziale a vantaggio del cliente.

Invece 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 16 maggio 2007 fino alla scadenza il 16 maggio 2016 è pari a €. 9.708,62 quindi la società cliente dovrà pagare dei flussi di cassa che risultano maggiori di quelli che dovrà ricevere pari a questo importo.

Da	A	GG	Nozionale	XXXXXX	XXXXXX			Flussi Differenziali
				Pag. Variabile	Pag. Fisso	Pag. Cap Euribor 6M	Pag. Cap Dig Euribor 6M	
05/16/2007	11/16/2007	184	800.000	16.658,81	-17.811,53	0	0	1.152,72
11/16/2007	05/16/2008	182	800.000	17.020,07	-17.235,03	- 0,30	- 2,17	217,43
05/16/2008	11/17/2008	185	800.000	15.913,66	-17.132,34	- 76,46	- 151,59	-449,73
11/17/2008	05/18/2009	182	800.000	15.075,30	-16.492,87	- 116,34	- 186,54	-722,45
05/18/2009	11/16/2009	182	800.000	15.736,65	-16.138,84	267,07	- 269,29	-98,55
11/16/2009	05/17/2010	182	800.000	15.403,70	-15.787,29	- 349,34	- 209,96	-3.037,79
05/17/2010	11/16/2010	183	800.000	15.210,26	-15.535,00	- 505,10	- 354,41	-3.084,25
11/16/2010	05/16/2011	181	800.000	14.724,19	-15.035,78	- 574,49	- 353,37	-3.249,45
05/16/2011	11/16/2011	184	800.000	14.673,86	-14.951,11	708,27	- 393,29	-1.372,81
11/16/2011	05/16/2012	182	800.000	14.202,34	-14.469,08	- 764,12	- 392,58	-1.473,44
TOTALE				156.661,84	-160.593,87	-3.363,39	-2.416,20	-9.708,62

**Riassunto delle pattuizioni contrattuali**

**Contratto** - XXXXXXX

IRS GAP FLOATER N. 705140164

**CARATTERISTICHE STRUMENTO DERIVATO**

**Data Sottoscrizione:** 14 MAGGIO 2007

**Nominale** €. 800.000,00

**Data Iniziale:** 16 MAGGIO 2006

**Scadenza:** 16 MAGGIO 2012

**Durata:** 5 anni

**Frequenza Pagamenti Tasso Parametro Cliente:** SEMESTRALE

**Fattore moltiplicativo tasso di riferimento:** ACT 360

**Tasso parametro tipologia GAP FLOATER**

- per il periodo tra il 16.05.2007 e il 16.05.2012 tasso 4.450000% è il Tasso Parametro Cliente.
- Barriera per l'intero periodo 5.000%
- Margine di Barriera Tasso di Riferimento per l'intero periodo -0.10000%
- dal 16.05.2007 per ogni periodo di calcolo (sei mesi) in cui il tasso di Riferimento (Euribor 6M) toccherà o sarà superiore alla Barriera (specificata nel 5.0000%) il tasso Parametro Cliente sarà cambiato nel tasso di Riferimento più il margine di Barriera.

Le rilevazioni del Tasso Euribor &M avvengono due giorni lavorativi antecedenti l'inizio di ciascun periodo di calcolo (in advance)

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

### **Caratteristiche del contratto IRS N. 705140164**

#### **Premesse specifiche al derivato IRS n.705140164 del 14.05.2007**

Nelle pagine iniziali di questa relazione e nelle precedenti sono state fornite le nozioni astratte di tecnica bancaria necessarie a descrivere e comprendere le tipologie dei contratti derivati a cui sono riconducibili i tre prodotti oggetto di causa, tra cui il n. 705140164 e con talune annotazioni incidentali si è cercato, di volta in volta, di evidenziare le caratteristiche concrete del contratto.

Anche in questo caso 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, per il **derivato IRS n.705140164** 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 n.705140164** 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 come da schema di seguito.

Schema IRS 705140164

		GAMBA 1		GAMBA 2			
			XXXXXXX	XXXXXXX			
			Vende	Vende	Vende		
			BOND	CAP Digitale		CAP	
			Tasso Variabile	Tasso Fisso	Strike Euribar 6M	Rebate	Strike Euribar 6M
DA	A			4,45%	5,00%	0,45%	5,00%
16/05/2007	15/05/2012		Euribar 6M				

La gamba della società XXXXXXXX è composta da:

- VENDE n. 1 obbligazione a tasso fisso al 4.45%;
- VENDE n. 1 CAP digitale con strike all'Euribor 6M posta al 5.00% con un rebate dello 0.45%;
- VENDE n. 1 opzione sui tassi di interesse del tipo CAP con sottostante il tasso Euribor 6 mesi e strike 5,000%; 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 periodo, un tasso di interesse il cui valore è condizionato dal verificarsi di due eventi legati all'andamento del tasso euribor 6 mesi:

a) se il tasso Euribor 6 mesi è inferiore al 5,000% pagherà un tasso di interesse fisso del 4,45%;

b) se il tasso Euribor 6 mesi è uguale o superiore al 5,000% pagherò euribor 6 mesi e riceverà un ristorno del 0.45%;

La gamba della XXXXXXXX è composta da una obbligazione VENDE a tasso variabile dove il parametro è il tasso Euribor 6 mesi; la rilevazione del tasso reset avviene in advance, cioè due giorni lavorativi antecedenti l'inizio del periodo.

La Banca per tutta la durata del contratto IRS si impegna a pagare a favore della società cliente ogni sei mesi, un interesse variabile pari a Euribor 6 mesi.

In pratica la struttura di questo Swap si comporta come uno swap del tipo "variabile-fisso" quando il tasso Euribor 6 mesi assume valori sotto la soglia del 4,450% e come uno swap



"fisso-variabile" quando il tasso Euribor 6 mesi assume valori uguale o superiore al 5,000%.

Sotto la soglia del 4,450% la società cliente paga il tasso fisso dello 4.450% e riceve dalla Banca il tasso variabile Euribor 6 mesi.

Sopra o alla soglia del 5.000% il cliente paga tasso euribor 6M e riceve un ristorno del 0.450% mentre la banca contemporaneamente paga il tasso euribor 6M; il risultato netto è che il cliente riceve un differenziale netto, per tassi euribor 6M oltre il 5.000%, dello 0.450% che per il nozionale in oggetto rende il pagamento trimestrale sempre a favore del cliente, per un importo fisso di euro 400,00.

La valutazione di funzionamento che viene meglio spiegata dal grafico "triangoli di rendimento" che viene rappresentata dalla sottile linea verde orizzontale come vedremo in seguito.

La sostanza è che la struttura del prodotto derivato rende al cliente euro 400.00 a trimestre per tassi euribor 6M pari o superiori al 5.000% ma tale rendimento si colloca ad un livello così elevato che i benefici verrebbero contrastati da tassi del debito sottostante, che il CTP dott. [REDACTED] ci informa essere la posizione debitoria del cliente, che sarebbero diventati estremamente elevati.

Il prodotto derivato ha una struttura di rendimento a favore del cliente che ha una finestra di funzionamento a protezione del rialzo dei tassi con un margine estremamente contenuto e cioè quanto il tasso euribor 6M si colloca tra il 4.460% e il 4.999%

Il contratto di Gap Floater è di per sé è un ottimo contratto per la copertura del rischio variazione tassi di interesse, anche se non è molto semplice da comprendere, non ha un costo direttamente trasparente e chiaro se non dopo essere stato scomposto ed analizzato.

In definitiva il contratto IRS GAP FLOATER 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 venduta dalla società cliente e quindi non ha natura speculativa e nel contempo non è nemmeno una Opzione GAP FLOATER con Cap semplice.

#### Flussi di Cassa

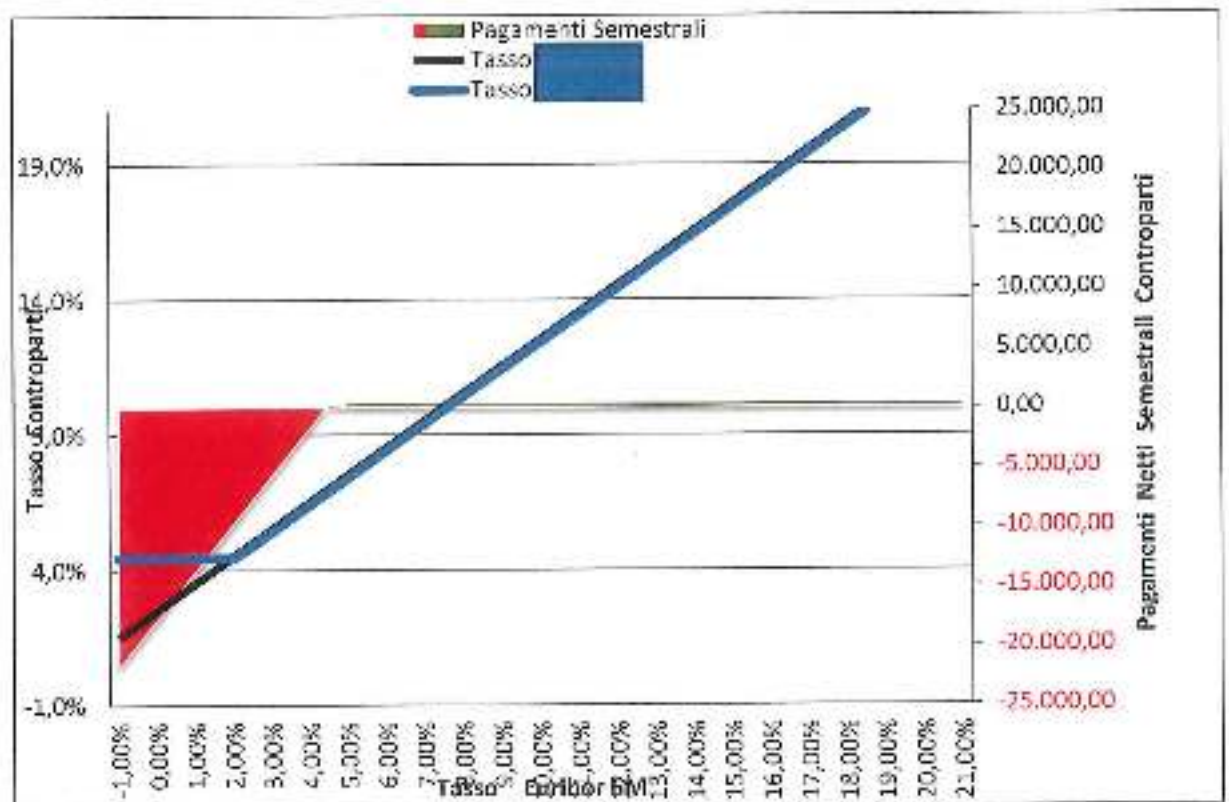
Dall'analisi effettuata risultano i flussi di cassa come da tabella sottostante alcuni si devono considerare come importi pagati e altri come proiezioni poiché non risultano in atti estratti conto che confermino l'effettivo pagamento dei differenziali residuali, ma la sostanza tecnica non cambia.

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.

N. Contratto	Derivato	Data	Flussi Differenziali	Utili/Perdita Estinzioni	UP Front / Premio	Totale Flussi
2	IRS GAP FLOATER N. 705140164	11/16/2007	-1.136,72			
2	IRS GAP FLOATER N. 705140164	05/16/2008	521,73			
2	IRS GAP FLOATER N. 705140164	11/17/2008	1.017,17			
2	IRS GAP FLOATER N. 705140164	05/18/2009	-570,27			
2	IRS GAP FLOATER N. 705140164	11/19/2009	-12.072,67			
2	IRS GAP FLOATER N. 705140164	05/17/2010	-13.989,74			
2	IRS GAP FLOATER N. 705140164	11/18/2010	-14.127,60			
2	IRS GAP FLOATER N. 705140164	05/18/2011	-12.766,53			
2	IRS GAP FLOATER N. 705140164	11/16/2011	-11.248,54			
2	IRS GAP FLOATER N. 705140164	05/16/2012	-11.192,89			
Totale IRS 705140164			-74.756,11	0,00	0,00	-74.756,11

Grafico Pay off Opzione GAP FLOATER n. 705140164



Nella figura si vede bene come il beneficio, area verde (linea sottile e continua) di cui la società cliente andrebbe a beneficiare è largamente minore rispetto alla corrispondente area rossa di beneficio della banca.

Inoltre l'area verde (linea sottile) si colloca ad un valore di tasso di interesse tale che il sottostante prodotto collegato che intende tutelare, l'esposizione finanziaria, sarebbe a tali livelli di costo da non poter essere in alcun modo tutelato dal prodotto derivato in oggetto, come espresso nelle pagine precedenti, nell'ipotesi che l'Euribor 6m risulti prossimo o superiore al 5.000% il differenziale a favore del cliente risulterà pari a circa €. 400,00 e il differenziale a favore del cliente non potrà mai salire oltre detto importo mentre gli interessi collegati al collegato prodotto assumeranno via via maggiore consistenza.

### **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, di nuovo, qualsiasi sia la declinazione tecnica adottata, 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, ma che di base devono essere formulate su indicazioni prospettiche serie e di comprovata storicità.

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 6 mesi sarebbero risultate, nel prosieguo, sopravvalutate.

In poche parole se in futuro il tasso Euribor 6 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 alcuna forma di copertura dal rischio tasso di interesse.

Non è corretto asserire che stipulare un contratto Interest Rate Swap non comporti alcun rischio, comporta ovviamente la possibilità di neutralizzare un rischio negativo (tasso Euribor 6 mesi che cresce di più delle aspettative) ma nel contempo rinunciare a un rischio positivo (tasso Euribor 6 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 6 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 6 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 6 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 solitamente da collegarsi alla valutazione MIFID intercorsa tra cliente e istituzione bancaria, cosa che in atti non traspare da cui non è nemmeno ipotizzabile se il cliente rientrasse o meno nella categoria in cui è stato allocato, quale che essa sia.*

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 14 maggio 2007 non esplicita quale fosse la passività economica sottostante portatore di un rischio finanziario di variazione del tasso di interesse che con la sottoscrizione si intendeva mitigare e non è stato possibile per affinità di periodo e di importo presupporre quale finanziamento sottostante fosse mirata la copertura secondo i criteri correlativi, il dott. [REDACTED] in sede di operazioni peritali ci ha comunicato che si era inteso proteggere la complessiva esposizione debitoria del cliente.

***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 2007

Pricing IRS GAP FLOATER N. 705140164

Nominale	€ 800.000
Data Valutazione	14/05/2007
Data Inizio	16/05/2007
Data Scadenza	16/05/2012

Componenti Obbligazionarie/Derivative a Carico della Banca (A)

Descrizione	Valore attualizzato	% sul Nominale
Componente obbligazionaria - Tasso Variabile Euribor 6M	156.664,84	19,58%
Componente derivativa →		0,00%
<b>TOTALE</b>	<b>156.664,84</b>	<b>19,58%</b>

Componenti Obbligazionarie/Derivative a Carico del Cliente (B)

Descrizione	Valore attualizzato	% sul Nominale
Componente obbligazionaria - Tasso Fisso 4,45%	160.593,87	20,07%
Componente derivativa → Euribor 3M Cap k = 5,00%	3.363,39	0,42%
Componente derivativa - Eur 3M Dig Cap k = 5,00%; R = 0,45%	2.416,20	0,30%
<b>TOTALE</b>	<b>166.373,46</b>	<b>20,80%</b>

Valore di Mercato (MTM) Negativo per il Cliente (A-B) -€ 9.708,62 -1,21%

Upfront ricevuto dal Cliente 0,00%

Δ -> Valore negativo per il Cliente -€ 9.708,62 -1,21%

Il mispricing evidenziato, deriva in parte dalla componente obbligazionaria in mano alla società cliente di importo maggiore rispetto alla componente obbligazionaria in mano alla Banca e principalmente dalla componente derivativa sempre in mano alla società cliente.

Il valore della componente obbligazionaria della Banca era pari a € 156.664,84 mentre quella della società cliente era sempre di €. 160.593,87.

alla quale aggiungere la componente derivata rappresentata dall'opzione Cap del valore di €. 3.363,39 che andava a aumentare il mispricing insieme alla opzione Cap Digitale pari a €. 2.416,20, portando il valore netto del contratto swap ad €. - 9.708,62 a debito della società cliente.

Alla data di sottoscrizione del contratto, la curva dei tassi della zona Euro presentava un'inclinazione leggermente positiva, più neutra che altro soprattutto se misurata sull'effettiva variazione percentuale dei tassi esposti.

Conseguentemente i valori attesi (o tassi Forward) dell'Euribor 6M risultavano crescenti in maniera costante e continuativa fino a novembre 2017 dove raggiungeva il valore massimo del 4.3945%, in data reset 14 novembre 2011 rimaneva al 4.36796% restando all'interno di uno strettissimo range 4,172% - 4,3945%

Il tasso pari al 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 6M.

Da tabella Reset risulta più semplice la concessione

Data	Tassi Forward Euribor 6M	Data	Tassi Euribor 6M	Differenza
05/14/2007	4,172	05/14/2007	4,172	0,0000
11/14/2007	4,3945	11/14/2007	4,579	0,1845
05/14/2008	4,3932	05/14/2008	4,892	0,4988
11/13/2008	4,33733	11/13/2008	4,309	-0,0283
05/14/2009	4,3391	05/14/2009	4,465	-2,8741
11/12/2009	4,3405	11/12/2009	0,991	-3,3495
05/13/2010	4,35698	05/13/2010	0,976	-3,3810
11/12/2010	4,35778	11/12/2010	1,276	-3,0818
05/12/2011	4,36927	05/12/2011	1,699	-2,6703
11/14/2011	4,35796	11/14/2011	1,685	-2,6830

**RELATIVAMENTE ALL'IRS GAP FLOATER N. 705140172**

Desidero evidenziare che questo prodotto derivato ha una complessità molto più elevata rispetto ai due precedentemente analizzati. Con maggiore dovizia di dettagli tecnici verrà spiegato in seguito l'esatto funzionamento del prodotto e mediante accurato unbundling (scomposizione nei componenti costituenti il prodotto) si descriveranno gli elementi che ne costituiscono la struttura. Per la corretta analisi è stato necessario scomporre il prodotto nelle dieci diverse componenti che lo formano.

L'analisi a differenza dei precedenti prodotti deve essere scomposta anche nei due separati periodi in cui è strutturata l'impianto del prezzo che prevede un sistema di prezzo fino al 16.05.2008 e un sistema dopo tale data.

Abbiamo quindi un prodotto derivato che è composto da dieci diversi componenti e questi sono ulteriormente suddivisi da orizzonti temporali diversi, uno che comprende il primo anno di funzionamento del prodotto e l'altro periodo per i quattro seguenti anni.

1° periodo

Euribor 6M	Tasso XXXXXXX SPA	Tasso XXXXXXX	Spread	Pagamenti Semestrali
-1,00%	-1,10%	-1,00%	0,10%	400,00
-0,50%	-0,60%	-0,50%	0,10%	400,00
0,00%	-0,10%	0,00%	0,10%	400,00
0,50%	0,40%	0,50%	0,10%	400,00
1,00%	0,90%	1,00%	0,10%	400,00
1,50%	1,40%	1,50%	0,10%	400,00
2,00%	1,90%	2,00%	0,10%	400,00
2,50%	2,40%	2,50%	0,10%	400,00
3,00%	2,90%	3,00%	0,10%	400,00
3,50%	3,40%	3,50%	0,10%	400,00
4,00%	3,90%	4,00%	0,10%	400,00
4,50%	4,40%	4,50%	0,10%	400,00
5,00%	4,90%	5,00%	0,10%	400,00
5,50%	5,40%	5,50%	0,10%	400,00
6,00%	5,90%	6,00%	0,10%	400,00
6,50%	6,40%	6,50%	0,10%	400,00
7,00%	6,75%	7,00%	0,25%	1.000,00
7,50%	6,75%	7,50%	0,75%	3.000,00
8,00%	6,75%	8,00%	1,25%	5.000,00
8,50%	6,75%	8,50%	1,75%	7.000,00
9,00%	6,75%	9,00%	2,25%	9.000,00
9,50%	6,75%	9,50%	2,75%	11.000,00
10,00%	6,75%	10,00%	3,25%	13.000,00
10,50%	6,75%	10,50%	3,75%	15.000,00
11,00%	6,75%	11,00%	4,25%	17.000,00
11,50%	6,75%	11,50%	4,75%	19.000,00
12,00%	6,75%	12,00%	5,25%	21.000,00
12,50%	6,75%	12,50%	5,75%	23.000,00
13,00%	6,75%	13,00%	6,25%	25.000,00
13,50%	6,75%	13,50%	6,75%	27.000,00
14,00%	6,75%	14,00%	7,25%	29.000,00
14,50%	6,75%	14,50%	7,75%	31.000,00
15,00%	6,75%	15,00%	8,25%	33.000,00
15,50%	6,75%	15,50%	8,75%	35.000,00
16,00%	6,75%	16,00%	9,25%	37.000,00
16,50%	6,75%	16,50%	9,75%	39.000,00
17,00%	6,75%	17,00%	10,25%	41.000,00
17,50%	6,75%	17,50%	10,75%	43.000,00
18,00%	6,75%	18,00%	11,25%	45.000,00
18,50%	6,75%	18,50%	11,75%	47.000,00
19,00%	6,75%	19,00%	12,25%	49.000,00
19,50%	6,75%	19,50%	12,75%	51.000,00
20,00%	6,75%	20,00%	13,25%	53.000,00
20,50%	6,75%	20,50%	13,75%	55.000,00
21,00%	6,75%	21,00%	14,25%	57.000,00

CIV



2° periodo

Euribor 3M	Tasso XXXXXXX SPA	Tasso XXXXXXX	Spread	Pagamenti Semestrali
-1,00%	4,50%	-1,00%	-5,50%	-22.000,00
-0,50%	4,50%	-0,50%	-5,00%	-20.000,00
0,00%	4,50%	0,00%	-4,50%	-18.000,00
0,50%	4,50%	0,50%	-4,00%	-16.000,00
1,00%	4,50%	1,00%	-3,50%	-14.000,00
1,50%	4,50%	1,50%	-3,00%	-12.000,00
2,00%	4,50%	2,00%	-2,50%	-10.000,00
2,50%	4,50%	2,50%	-2,00%	-8.000,00
3,00%	4,50%	3,00%	-1,50%	-6.000,00
3,50%	4,50%	3,50%	-1,00%	-4.000,00
4,00%	4,50%	4,00%	-0,50%	-2.000,00
4,50%	4,50%	4,50%	0,00%	0,00
5,00%	5,00%	5,50%	0,50%	2.000,00
5,50%	5,50%	5,50%	0,00%	0,00
6,00%	6,00%	5,50%	-0,50%	-2.000,00
6,50%	6,50%	5,50%	-1,00%	-4.000,00
7,00%	6,75%	5,50%	-1,25%	-5.000,00
7,50%	6,75%	5,50%	-1,25%	-5.000,00
8,00%	6,75%	5,50%	-1,25%	-5.000,00
8,50%	6,75%	5,50%	-1,25%	-5.000,00
9,00%	6,75%	5,50%	-1,25%	-5.000,00
9,50%	6,75%	5,50%	-1,25%	-5.000,00
10,00%	6,75%	5,50%	-1,25%	-5.000,00
10,50%	6,75%	5,50%	-1,25%	-5.000,00
11,00%	6,75%	5,50%	-1,25%	-5.000,00
11,50%	6,75%	5,50%	-1,25%	-5.000,00
12,00%	6,75%	5,50%	-1,25%	-5.000,00
12,50%	6,75%	5,50%	-1,25%	-5.000,00
13,00%	6,75%	5,50%	-1,25%	-5.000,00
13,50%	6,75%	5,50%	-1,25%	-5.000,00
14,00%	6,75%	5,50%	-1,25%	-5.000,00
14,50%	6,75%	5,50%	-1,25%	-5.000,00
15,00%	6,75%	5,50%	-1,25%	-5.000,00
15,50%	6,75%	5,50%	-1,25%	-5.000,00
16,00%	6,75%	5,50%	-1,25%	-5.000,00
16,50%	6,75%	5,50%	-1,25%	-5.000,00
17,00%	6,75%	5,50%	-1,25%	-5.000,00
17,50%	6,75%	5,50%	-1,25%	-5.000,00
18,00%	6,75%	5,50%	-1,25%	-5.000,00
18,50%	6,75%	5,50%	-1,25%	-5.000,00
19,00%	6,75%	5,50%	-1,25%	-5.000,00
19,50%	6,75%	5,50%	-1,25%	-5.000,00
20,00%	6,75%	5,50%	-1,25%	-5.000,00
20,50%	6,75%	5,50%	-1,25%	-5.000,00
21,00%	6,75%	5,50%	-1,25%	-5.000,00

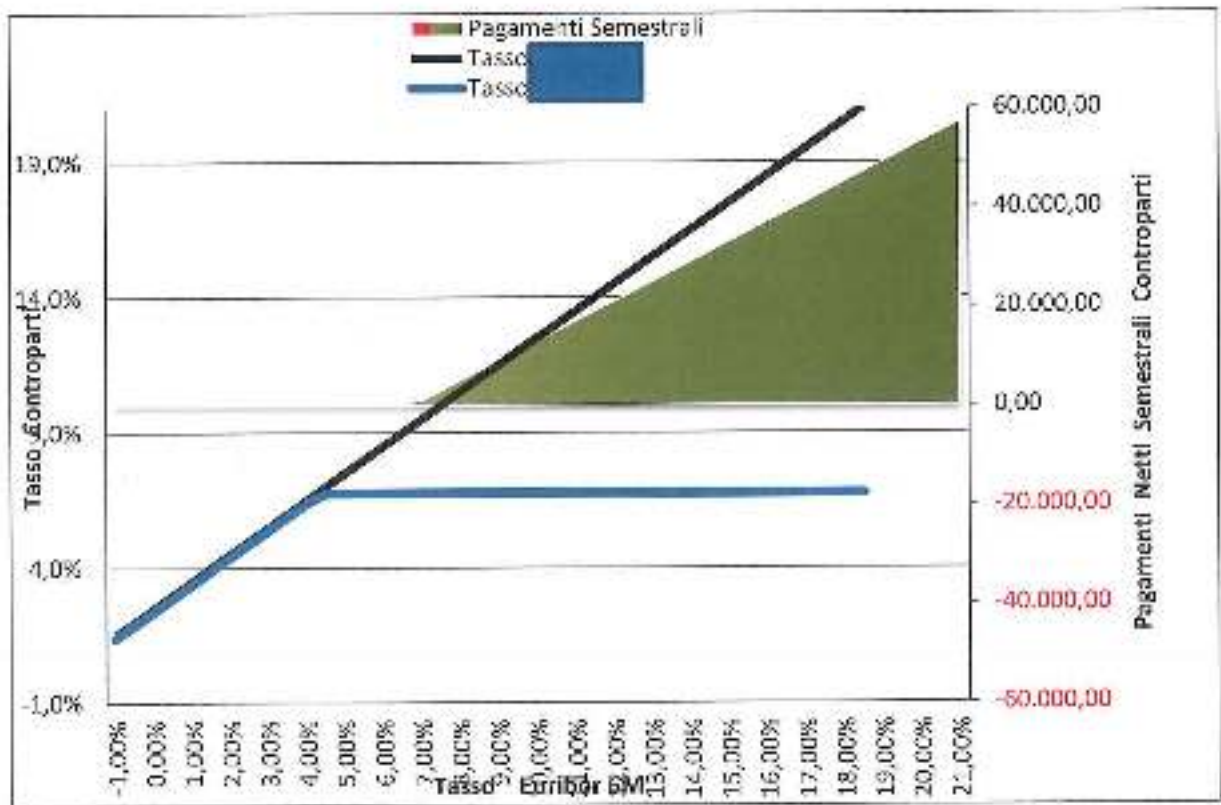
La tabella che precede evidenzia chiaramente che:

per il primo periodo

- in ipotesi l'Euribor 6m risulti al di sotto del 6,999% il differenziale periodale a favore del cliente risulterà pari a € 400,00;

- in ipotesi l'Euribor 6m risulti oltre il 7,000% il differenziale a favore del cliente risulterà pari a circa € 1000,00 a salire ma solo fino alla scadenza del periodo che è il primo anno di contratto.

Le medesime evidenze in termini grafici sono rappresentabili come segue nella tabella dei "triangoli di rendimento", questo per il primo anno.

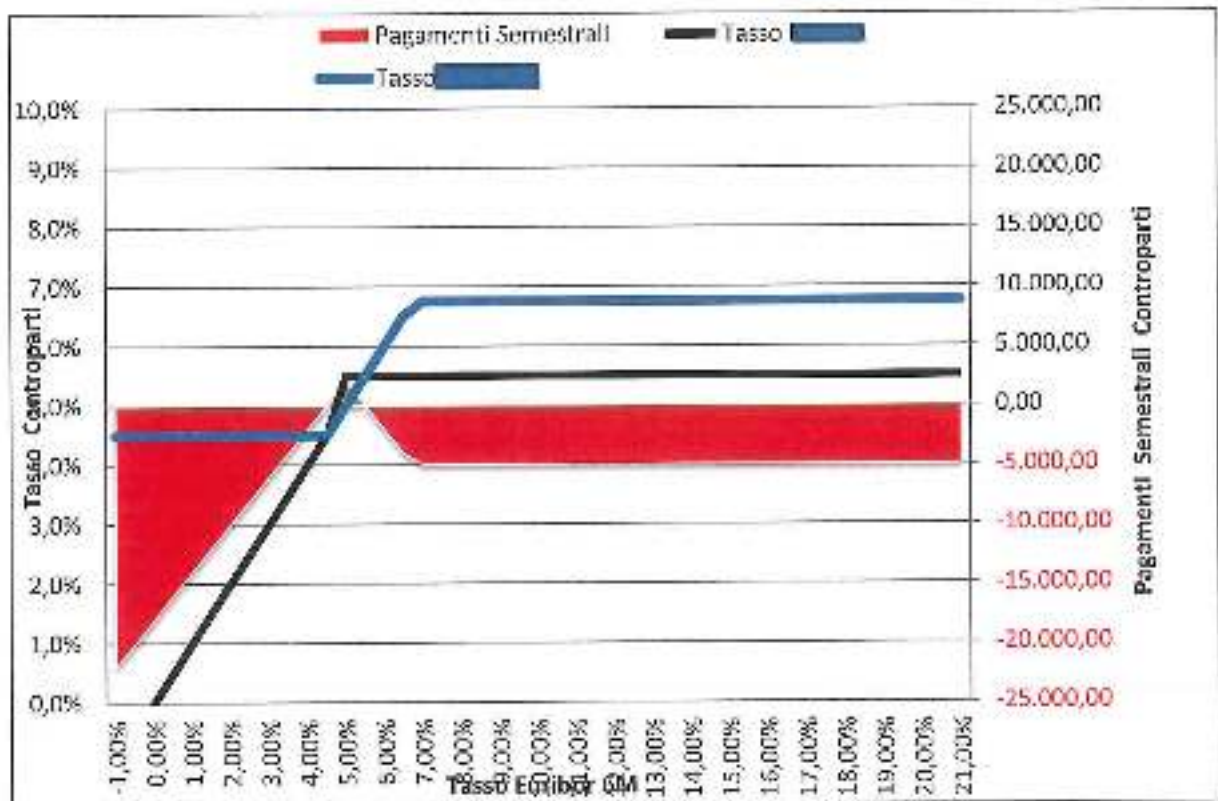


per il secondo periodo:

- in ipotesi l'Euribor 6m risulti al di sotto del 4.999% o sopra il 5.999% il differenziale periodale a sfavore del cliente risulterà sempre negativo;

- nella sola ipotesi che l'Euribor 6m risulti tra il 4.0018 e il 5.999% il differenziale a favore del cliente risulterà pari a circa €. 2000,00 a seconda di quanto vicino al 4.0009 il tasso si collocasse, questo per i restanti quattro anni di contratto.

Le medesime evidenze in termini grafici sono rappresentabili come segue nella tabella dei "triangoli di rendimento", questo per i seguenti quattro anni.





L'area in rosso presenta la casistica dove i pagamenti sono con differenziale a svantaggio del cliente mentre l'area in verde la casistica con differenziale a vantaggio del cliente.

Invece le seguenti tabelle riepilogano 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 16.05.2007 fino alla scadenza il 16.05.2012 è pari a C. -9.697,69 quindi la società cliente dovrà pagare dei flussi di cassa che risultano maggiori di quelli che dovrà ricevere pari a questo importo.

Da	A	Pag. Cliente			Pag. Banca			Pag. Cliente			Flussi Differenziali	
		Pag. Variabile	Pag. Cap. Dip. Fin. DM	Risorse Cap. Lunber DM	Risorse Fin. DM	Paga. Fisso	Pag. Variabile	Risorse Cap. Lunber DM	Pag. Cap. Dip. Fin. DM	Pag. Cap. Lunber DM		
05/16/2007	11/16/2007	16.636,81			703,26		- 16.695,51	0				4.026
11/16/2007	05/16/2008	17.030,07			387,50		- 17.022,07	0				387,50
05/16/2008	11/17/2008	16.913,65	- 171,77	- 75,46		17.324,54		-	171,77	- 76,45	0,00	-584,09
11/17/2008	05/16/2009	16.071,30	- 707,27	- 113,34		- 15.076,30		-	707,27	- 113,34	0,16	-576,47
05/16/2009	11/16/2009	15.786,63	- 295,71	- 767,07		16.320,17		-	295,71	- 367,07	4,53	114,13
11/16/2009	05/17/2010	15.400,30	- 333,20	- 349,24		- 15.929,74		-	333,20	- 349,24	5,01	-1.214,91
05/17/2010	11/16/2010	15.210,36	- 393,79	- 405,10		- 15.709,25		-	393,79	- 505,10	25,05	-1.483,54
11/16/2010	05/15/2011	14.724,39	- 402,74	- 574,49		- 15.226,72		-	402,74	- 574,49	41,51	-1.587,97
05/15/2011	11/16/2011	14.579,86	- 430,99	- 405,47		- 15.119,16		-	430,99	- 505,47	74,38	-1.781,00
11/16/2011	05/16/2012	14.202,44	- 435,20	- 704,17		- 14.631,65		-	435,20	- 704,17	17,62	-1.859,85
TOTALE		156.654,54	- 2.693,76	- 3.203,00	787,56	- 126.957,96	- 31.718,38	0,00	- 2.582,26	- 3.355,09	252,23	- 9.697,69

**Riassunto delle pattuizioni contrattuali**

**Contratto - XXXXXXX**

IRS GAP FLOATER N. 705140172

**CARATTERISTICHE STRUMENTO DERIVATO**

**Data Sottoscrizione:** 14 MAGGIO 2007

**Nominale €.** 800.000,00

**Data Iniziale:** 16 MAGGIO 2007

**Scadenza:** 16 MAGGIO 2012

**Durata:** 5 anni

**Frequenza Pagamenti Tasso Parametro Cliente:** SEMESTRALE

**Fattore moltiplicativo tasso di riferimento:** ACT 360

**Tasso parametro tipologia GAP FLOATER**

**CLIENTE**

- Dal 16.05.2007 al 16.05.2008
  - o euribor 6M - 0.100% con massimo CAP 6.7500%
- Dal 16.05.2008 al 16.05.2012
  - o 4.500% se euribor 6M è inferiore a 5.000%
  - o euribor 6M se euribor 6M è superiore o uguale a 5.000% con massimo CAP 6.750%

**BANCA**

- Dal 16.05.2007 al 16.05.2008 - euribor 6M
- Dal 16.05.2008 al 16.05.2012
  - o euribor 6M se euribor 6M è inferiore a 5.000%
  - o 5.50% se euribor 6M è superiore o uguale a 5.000%

Le rilevazioni del Tasso Euribor 6M avvengono due giorni lavorativi antecedenti l'inizio di ciascun periodo di calcolo (in advance)

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

**Caratteristiche del contratto IRS N. 705140172**

**Premesse specifiche al derivato IRS n.705140172 del 14.05.2007**

Nelle pagine precedenti sono state fornite le nozioni astratte di tecnica bancaria necessarie a descrivere e comprendere le tipologie dei contratti derivati a cui sono riconducibili i tre prodotti 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, per il **derivato IRS n.705140172** 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 n.705140172** 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, in questo caso particolarmente elaborato nella sua struttura.

Scadenza IKS 205140778

DA	A	Tranche 1				Tranche 2							
		Vende		Compra		Vende	Compra	Compra	Vende	Vende		Compra	
		BOND		CAP Digitale		CAP	BOND	BOND	CAP	BOND	CAP Digitale		CAP
		Tasso Variabile	Strike Euribor 6M	Resale	Strike Euribor 6M	Tasso Variabile	Tasso Fisso	Strike Euribor 6M	Tasso Fisso	Strike Euribor 6M	Resale	Strike Euribor 6M	Strike Euribor 6M
15/05/2007	15/05/2008	Euribor 6M				-euribor 6M	0,10%	6,85%					
15/05/2008	15/05/2012	Euribor 6M	4,00%	0,50%	5,00%				4,50%	5,00%	0,50%	5,00%	6,75%

La gamma della società XXXXXXX è composta da sette diversi prodotti finanziari suddivisi in due tranches temporali:

Dal 15.05.2007 al 15.05.2008

- VENDE n. 1 obbligazione a tasso variabile euribor 6M;
- COMPRA n. 1 obbligazione a tasso fisso 0.1000%
- COMPRA n. 1 obbligazione CAP con strike dell'euribor 6M al 6.850%

Dal 15.05.2008 al 15.05.2012

- VENDE n. 1 obbligazione a tasso fisso al 4.5000%
- VENDE n. 1 CAP Digitale con strike dell'euribor 6M al 4.500% e ristoro del 0.500%
- VENDE n. 1 obbligazione CAP con strike dell'euribor 6M al 5.000%
- COMPRA n. 1 obbligazione CAP con strike dell'euribor 6M al 6.750%

la rilevazione del tasso reset avviene in advance, cioè due giorni lavorativi antecedenti l'inizio del trimestre;

La società cliente per il primo anno del contratto IRS si impegna a pagare a favore della Banca ogni periodo, un tasso di interesse collegato all'andamento del tasso euribor 6M mesi:

dal 16.05.2007 al 16.05.2012

a) PAGA il tasso Euribor 6 mesi meno 0.1000% con un massimo CAP del 6.7500%

dal 16.05.2008 al 16.05.2012

b) PAGA 4.5000% se euribor 6M è inferiore al tasso del 5.000%

c) PAGA euribor 6M se euribor 6M è superiore o uguale a 5.000% con un CAP massimo del 6.7500%

La gamba della XXXXXXXX è composta da tre diversi prodotti finanziari in due diverse tranches temporali:

*Dal 16.05.2007 al 16.05.2008*

- VENDE n. 1 obbligazione a tasso variabile euribor 6M;

*Dal 16.05.2008 al 16.05.2012*

- VENDE n. 1 obbligazione a tasso variabile euribor 6M;
- VENDE n. 1 CAP Digitale con strike dell'euribor 6M al 5.000% e ristorno del 0.500%
- COMPRA n. 1 obbligazione CAP con strike dell'euribor 6M al 5.000%

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 6 mesi.

Per il periodo successivo al 16.05.2008 PAGA euribor 6M se euribor 6M è inferiore al 5.000%; se invece euribor 6M è superiore o uguale al 5.000% allora PAGA 5.500%

Quindi;

per tutto il primo anno la società cliente paga il tasso euribor 6M con un ristorno di 0.1000% con un CAP massimo del 6.75% e riceve dalla Banca il tasso variabile Euribor 6 mesi.

Successivamente;

Sotto a euribor 6M posto al 5.000% la banca paga euribor 6M mentre il cliente paga 4.5000%, se invece il tasso euribor 6M si colloca al 5.000% o oltre la banca paga il 5.5000% mentre, sempre quando euribor 6M è superiore o uguale al 5.000%, il cliente paga euribor 6M con un CAP posto al 6.7500%

La valutazione di funzionamento che viene meglio spiegata dal grafico "triangoli di rendimento" che viene rappresentata dalla sottile linea verde orizzontale come vedremo in seguito.

La sostanza è che la struttura del prodotto derivato rende al cliente per il primo anno euro 400.00 a semestre fino a un tasso del 6.500% con maggiori margini realizzabili qualora nel primo anno il tasso di riferimento (euribor 6M) fosse salito abbondantemente oltre il 7.000%

Il prodotto derivato ha una struttura di rendimento a favore del cliente per il primo anno molto favorevole a patto che il rialzo dei tassi fosse molto consistente; mentre la finestra di funzionamento a protezione del rialzo dei tassi con un

marginale estremamente contenuto e cioè quanto il tasso euribor 6M si colloca tra il 4.500% e il 5.500% con la coincidenza del maggiore guadagno al 5.000%

Il contratto di Gap Floater è di per sé è un ottimo contratto per la copertura del rischio variazione tassi di interesse, anche se in questo caso è molto difficile da comprendere, non ha un costo direttamente trasparente e chiaro se non dopo essere stato scomposto ed analizzato che come dimostrato non è alla portata di tutti.

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

#### Flussi di Cassa

Dall'analisi effettuata risultano i flussi di cassa come da tabella sottostante alcuni si devono considerare come importi pagati e altri come proiezioni poiché non risultano in atti estratti conto che confermino l'effettivo pagamento dei differenziali residuali, ma la sostanza tecnica non cambia.

L'importo dei flussi deriva dallo scambio dei flussi di cassa differenziali netti in ciascun trimestre evidenziato.

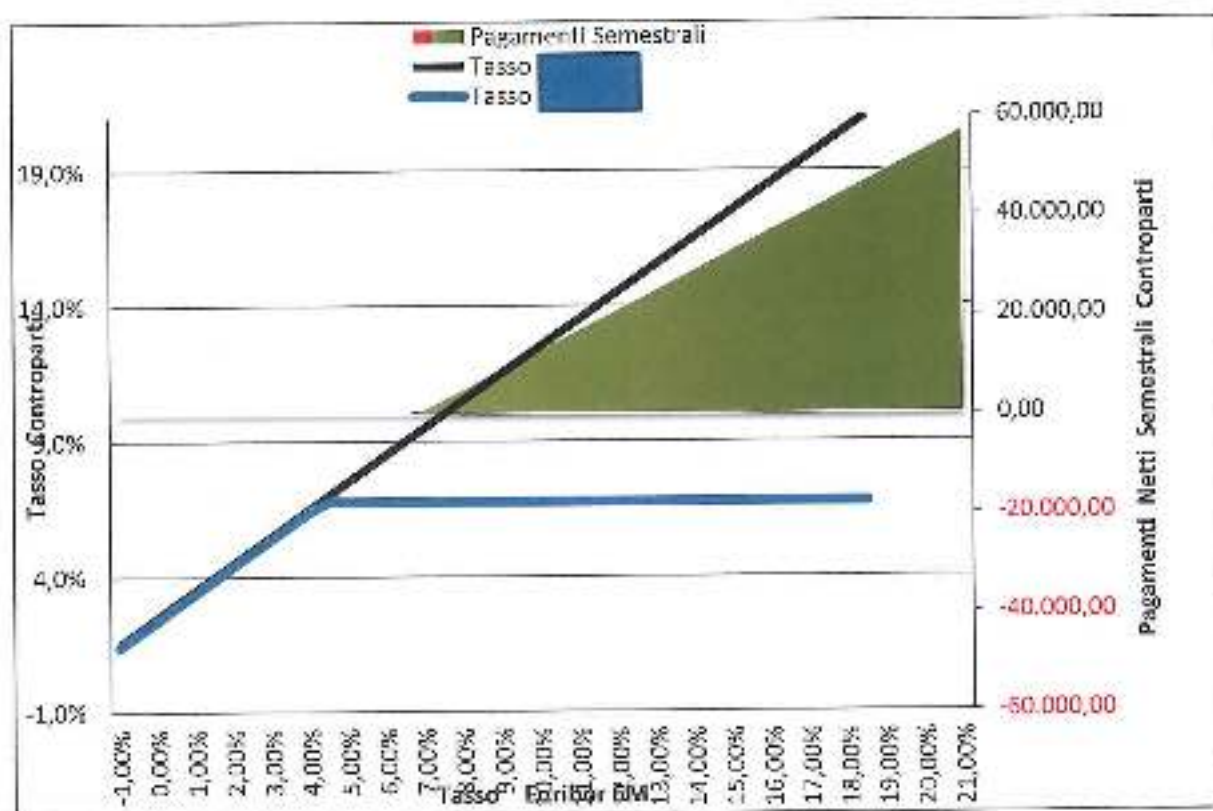
Non risulta in atti, in fase di sottoscrizione del contratto, che peraltro nemmeno lo prevedeva, versamento di importo a titolo di upfront.



N. Contratto	Derivato	Data	Flussi Differenziali	Unite/Perdita Estinzione	UP Front / Premio	Totale Flussi
3	IRS N. 705140172	11/16/2007	406,89			
3	IRS N. 705140172	05/16/2008	404,44			
3	IRS N. 705140172	11/17/2008	1.511,56			
3	IRS N. 705140172	05/18/2009	-772,49			
3	IRS N. 705140172	11/16/2009	-12.274,89			
3	IRS N. 705140172	05/17/2010	-14.191,96			
3	IRS N. 705140172	11/16/2010	-14.330,93			
3	IRS N. 705140172	05/16/2011	-12.967,64			
3	IRS N. 705140172	11/16/2011	-11.452,98			
3	IRS N. 705140172	05/16/2012	-11.385,11			
Totale IRS 705140172			-74.951,11	0,00	0,00	-74.951,11

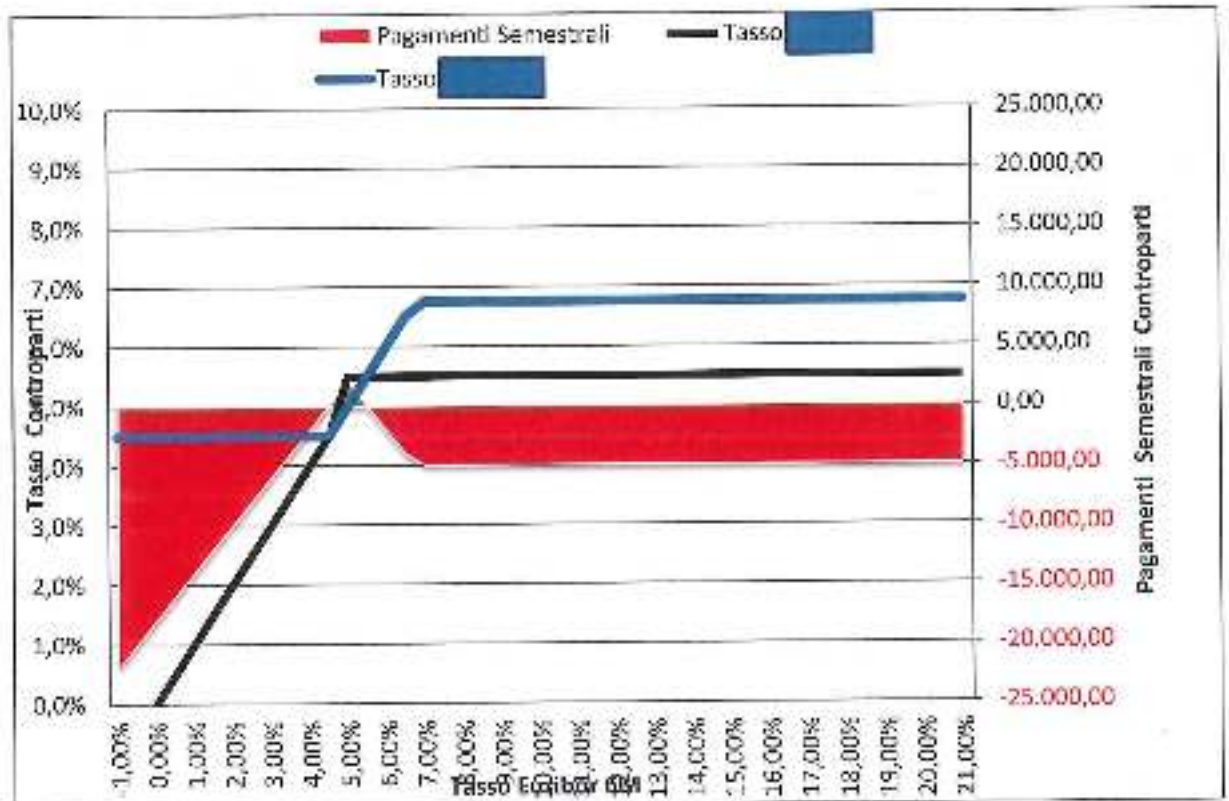
Grafici Pay off Opzione GAP FLOATER n. 705140172

Primo periodo



Nella figura si vede bene come il beneficio, area verde di cui la società cliente andrebbe a beneficiare è molto sostanzioso ma si colloca molto in alto sulla curva dei rendimenti diventando interessante solo oltre il 7.000% e con la sola disponibilità per una anno, quindi solo due periodi in scadenza.

Secondo periodo



L'area verde (piccolo triangolo) si colloca ad un valore di tasso di interesse molto ristretto tra il 4.5000% e il 5.500% con un reale beneficio solo al 5.000. Oltre che essere una finestra molto stretta il sottostante prodotto collegato cui parrebbe intendere tutelare (di cui il CTU non ha potuto stabilirne la natura) sarebbe a tali livelli di costo da non poter essere in alcun modo tutelato dal prodotto derivato in oggetto, come espresso nelle pagine precedenti, in ipotesi l'Euribor 6m risulta superiore o inferiore al 5.000% il differenziale a favore del cliente risulterà pari a circa

€.2000,00 e detto differenziale a favore del cliente potrà essere manifesto solo al 5.000% mentre entro il 4.500% e il 5.5000% il margine sarebbe molto più ridotto.

### **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, qualsiasi sia la declinazione tecnica adottata, 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, ma che di base devono essere formulate su indicazioni prospettiche serie e di comprovata storicità.

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 6 mesi sarebbero risultate nel prosieguo sopravvalutate.

In poche parole se in futuro il tasso Euribor 6 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 alcuna forma di copertura dal rischio tasso di interesse.

Non è corretto asserire che stipulare un contratto Interest Rate Swap non comporti alcun rischio, comporta ovviamente la possibilità di neutralizzare un rischio negativo (tasso Euribor 6 mesi che cresce di più delle aspettative) ma nel contempo rinunciare a un rischio positivo (tasso Euribor 6 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 6 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 6 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 solitamente da collegarsi alla valutazione MIFID intercorsa tra cliente e istituzione bancaria, cosa che in atti traspare ma da cui non è nemmeno ipotizzabile se il cliente rientrasse o meno nella categoria in cui è stato allocato, quale che essa sia.*

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 14 maggio 2007 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. Il dott. [REDACTED] CTP della convenuta ha comunicato essere collegato alle sottostanti esposizioni finanziarie del cliente.



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 2007

Pricing IRS N.705140172

Nominale	€ 800.000
Data Valutazione	14/05/2007
Data Inizio	16/05/2007
Data Scadenza	16/05/2012

Componenti Obbligazionarie/Derivative a Carico della Banca (A)

Descrizione	Valore attualizzato	% sul Nominale
Componente obbligazionaria → Tasso Variabile Euribor 6M	156.664,84	19,58%
Componente derivativa → Euribor 3M Cap k = 5,00%	- 3.363,09	-0,42%
Componente derivativa → Eur 3M Dlg Cap k = 5,00% ; R= 0,50%	2.682,26	0,34%
<b>TOTALE</b>	<b>155.984,01</b>	<b>19,50%</b>

Componenti Obbligazionarie/Derivative a Carico del Cliente (B)

Descrizione	Valore attualizzato	% sul Nominale
Componente obbligazionaria → Tasso Variabile Euribor 6M	33.718,88	4,21%
Componente obbligazionaria → Tasso Fisso 0,10%	757,56	0,10%
Componente obbligazionaria → Tasso Fisso 4,50%	126.957,86	15,87%
Componente derivativa → Euribor 6M Cap k = 4,85%	-	0,00%
Componente derivativa → Euribor 6M Cap k = 5,00%	3.363,09	0,42%
Componente derivativa → Eur 6M Dlg Cap k = 5,00% ; R= 0,50%	2.682,26	0,34%
Componente derivativa → Eur 6M Dlg Cap k = 6,75%	- 252,93	-0,03%
<b>TOTALE</b>	<b>165.681,70</b>	<b>20,71%</b>

Valore di Mercato (MTM) Negativo per il Cliente (A-B) -€ 9.697,69 -1,21%

UpFront ricevuto dal Cliente 0,00%

Δ→ Valore negativo per il Cliente -€ 9.697,69 -1,21%

Il mispricing evidenziato, deriva in parte dalla componente obbligazionaria in mano alla società cliente di importo maggiore rispetto alla componente obbligazionaria in mano alla Banca e ulteriormente aggravato dalla componente derivativa sempre in mano alla società cliente.

Il valore della componente obbligazionaria della Banca era pari a €. 156.664,84 mentre quella della società cliente era sempre di €. 161.464,40.

alla quale aggiungere le componenti derivate rappresentate dalle varie opzioni che andavano a aumentare il mispricing insieme alla opzione Cap Digitale *portando il valore netto del contratto swap ad €. - 9.697,69 a debito della società cliente.*

Alla data di sottoscrizione del contratto, la curva dei tassi della zona Euro presentava un'inclinazione leggermente positiva, più neutra che altro.

Conseguentemente i valori attesi (o tassi Forward) dell'Euribor 6M risultavano relativamente piatti per il primo anno dove raggiungeva il valore massimo del 4.3945% in data reset 14 novembre 2007 restando all'interno di uno stretto range 4,172% - 4,3945%

Il tasso pari al 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 6M.



La tabella Reset rende più semplice la comprensione

Data	Tassi Forward Euribor 6M	Data	Tassi Euribor 6M	Differenza
05/14/2007	4,172	05/14/2007	4,172	0,0000
11/14/2007	4,3945	11/14/2007	4,579	0,1845
				0,0000
				0,0000
				0,0000
				0,0000
				0,0000
				0,0000
				0,0000
				0,0000

### 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.

RISPOSTE AL QUESITO

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 precedenti sezioni.

5.1) *Risposta alla prima parte del 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 cod. proc. civ. 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 sono stati sottoscritti i contratti di IRS tipologia Gap Floater n. 611220400 stipulato in data 22.11.2006 e IRS Gap Floater n. 705140164 e IRS 705140172 entrambi stipulati in data 14.05.2007

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. Lo scrivente ha espressamente richiesto al CTP di parte convenuta se fosse possibile reperire queste informazioni, al momento della redazione di questa relazione peritale, queste non sono state prodotte.

5.2) *Risposta alla seconda parte del quesito*

Dica quale sia la reale natura di questi prodotti, descrivendone funzione e caratteristiche, ossia se abbiano carattere aleatorio/speculativo, ovvero meramente assicurativa/di protezione in relazione al rischio di rialzo dei tassi di interesse e l'effettiva correlazione con i prodotti dei quali si è inteso proteggerli dal rialzo dei tassi di interesse.

La natura strutturale dei tre prodotti derivati che sono stati analizzati, fermo restando le esaustive trattazioni del funzionamento esposte nel corpo della relazione, è formalmente una struttura di copertura avendo la forma atta a coprire e proteggere il sottoscrittore da aumenti del tasso Euribor.

Leggermente più complicata la 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, nello specifico il leasing.

Come espresso in corpo di questa relazione è la struttura stessa del prodotto derivato a fornire una copertura troppo limitata -nell'insieme- per via della esiguità del range di aumenti di tasso coperti dal prodotto derivato e in virtù dell'aumento dei costi diretti della locazione finanziaria non coperti dalla struttura del derivato.

Come ho cercato di esporre con maggiore chiarezza di termini nell'apposita sezione, il prodotto nella sua struttura avrebbe fornito una effettiva ed efficace protezione contro il rialzo dei tassi per un range di aumento di tasso molto esigua e avrebbe fornito invece una effettiva ma inefficace copertura

per un margine di aumento ben maggiore ma che poco si sarebbe rivelata utile per il piccolo importo coperto rispetto ad un ben più rilevante esborso che il contraente si sarebbe dovuto sobbarcare per l'aumento del costo relativo alla locazione finanziaria.

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.

Per i prodotti derivati n. 705140164 e n. 705140172 stipulati entrambi il 14 maggio 2007 i derivati analizzati non sono sicuramente strutturati come derivati speculativi.

Molto più complicato invece trovare una fattuale correlazione con i prodotti dei quali si è inteso proteggerli dal rialzo dei tassi di interesse. Non mi è stato possibile trovare evidenze esplicite e codificate tra il tasso Euribor 6 mesi oggetto dello scambio dei differenziali e uno o più prodotti finanziari il cui tasso fosse direttamente e formalmente collegato, salvo che l'esplicita dichiarazione del dott. [REDACTED] che offre invece una valutazione di merito rispetto alla natura di copertura dell'aumento dei tassi di interesse relativi alla intera esposizione debitoria del cliente.

Rimando al corpo relazione per evidenziare che il presupposto dell'oggettività richiede che la correlazione debba e possa essere misurata, 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; con l'ausilio del tecnico di parte convenuta è stato possibile identificare una o più posizioni di passività finanziarie ma non gli inequivocabili requisiti di correlazione.

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

**Nel far ciò verificati, in particolare, quale fosse il valore degli strumenti derivati al momento della stipulazione del contratto e la sua congruità rispetto alla situazione finanziaria della società attrice,**

La natura strutturale dei prodotti derivati che sono stati analizzati, 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 6 mesi oggetto dello scambio dei differenziali dei prodotti derivati sottoscritti in data 14.05.2007 e il tasso non direttamente collegato formalmente alle eventuali facilitazioni di credito concesse, così come la durata temporale non è coincidente, punto sul quale successivamente potrò, se necessario, offrire maggiore dettaglio.



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 collegato alla locazione finanziaria rispetto alla situazione finanziaria, mentre poco posso asserire per mancanza di informazioni tecniche in merito e rispetto ai prodotti sottoscritti in data 14.05.2007 e delle passività delle esposizioni debitorie del cliente; fatto salvo che la complessità costruttiva, soprattutto per il prodotto n. 705140172, era notevole

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

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."

I prodotti così come sono stati negoziati non sono strumenti par.

I valori 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:

- per il derivato n. 611220400 il valore è euro -67.945,95
- per il derivato n. 705140164 il valore è euro -9.708,62
- per il derivato n. 705140172 il valore è euro -9.697,69

Nel corpo relazione sono stati descritti con dovizia di dettagli le attribuzioni del concetto di stima riferibile alle risultanze numeriche di un'analisi di un prodotto derivato.

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

Il Giudice sottopone al CTU in quesito già formulato in atti, con la seguente integrazione:

- verificare se gli eventuali differenziali negativi prodotti dai contratti derivati oggetto di causa siano stati causati da un aumento o da una riduzione dei tassi rispetto alla soglia contrattualmente convenuta;
- in caso di risposta affermativa al punto precedente, ovvero nel caso in cui i differenziali negativi siano stati almeno in parte determinati da una diminuzione dei tassi d'interesse e non ad un loro incremento, dica se ed in quale misura tale diminuzione possa aver determinato una corrispondente riduzione degli oneri finanziati per l'impresa sulle posizioni debitorie sottostanti, tali da compensare, in tutto o in parte, le perdite da contratti derivati.

La risposta a questa domanda per quanto riguarda la prima parte della stessa, fermo restando che le soglie erano diverse, è che i differenziali negativi si sono manifestati perché i tassi di interesse euribor 3m e euribor 6M oggetto di contrattazione hanno subito una variazione negativa.

La seconda parte della domanda, se riferita ai contratti derivati sottoscritti in data 14.05.2007 n. 705140164 e n. 705140172, non può avere risposta poiché non è stato possibile identificare una chiara correlazione tra l'intera posizione debitoria sottostante, secondo i criteri necessari ad indentificare la correlazione in maniera tecnica. Non è possibile asserire che la diminuzione dei tassi possa avere determinato una corrispondente diminuzione degli oneri finanziari per l'impresa sulle posizioni debitorie sottostanti, tali da compensare, in tutto o in parte, le perdite da contratti derivati, ancora, per la semplice ragione che non vi è alcuna vera e tecnica correlazione -il CTU ha espressamente posto la domanda al CTP della banca in tal senso- tra i due contratti derivati menzionati e l'esposizione debitoria non essendo tecnicamente correlabili per le stesse motivazioni esposte in corpo relazione peritale in risposta alla parte del quesito che attiene alla effettiva correlazione con i prodotti nei confronti dei quali si è inteso proteggerli dal rialzo del tasso di interesse, primo di tutto sulla compatibilità del tasso euribor 6M tra una struttura derivata e il debito complessivo sottostante.

Il prodotto n. 611220400 merita invece maggiore approfondimento. Non vi è alcuna correlazione tecnica possibile tra la riduzione di un tasso di interesse nell'ambito di un prodotto derivato costruito per proteggere dal rialzo dei tassi di interesse. Farlo richiederebbe l'inserimento una ulteriore nozione economica che si definisce rinuncia al risultato positivo.

Non è possibile correlare in finanza un tasso in discesa che produce differenziali negativi e la risultante minore onerosità del prodotto sottostante che il derivato doveva proteggere dal rialzo dei tassi e invece nel caso occorso del ribasso ha invece danneggiato perché ha implicato la rinuncia al risultato positivo.

Mi spiego meglio, La riduzione dai tassi in discesa avrebbe potuto essere sfruttata appieno dal cliente qualora non avesse il gravame di dover corrispondere i differenziali sugli IRS alla banca.

Quindi non è corretto asserire che una diminuzione dei tassi che ha generato i differenziali negativi del prodotto derivato possa aver determinato una corrispondente riduzione degli oneri finanziati per l'impresa sulle posizioni debitorie sottostanti, le posizioni debitorie sottostanti avrebbero comunque goduto di tale riduzione, anzi ne avrebbero goduto appieno e invece si è vista ridurre la possibilità di godere appieno del risultato positivo. Comprendo il ragionamento che il calo dei tassi ha generato un minore costo della locazione finanziaria ma non c'è alcun nesso finanziario tra i due eventi, sono entrambi frutto della discesa dei tassi che c'è stata indipendentemente dalla stipula dei prodotti. Ovviamente il leasing ha avuto minori costi dal calo del tasso euribor che ha creato i differenziali negativi, in tecnica finanziaria

*non è corretto ragionare di compensazione delle perdite perché il prodotto non era strutturato per proteggere dalla discesa dei tassi di interesse specificamente euribor 3M ma all'opposto per proteggere dal rialzo degli stessi; quanto è più corretto identificare il fenomeno occorso come di mancato godimento di una situazione favorevole, appunto la rinuncia al risultato positivo, o meglio la parziale rinuncia al risultato positivo.*

5.6) **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, elencate di continuo per una maggiore fruibilità, le risposte del CTU seguono.

## **OSSERVAZIONI ALLA BOZZA DI CTU**

**Causa Civile n.r.g.: 2277/2017**

**Tribunale di Monza**

**Fallimento XXXXXXXX S.r.l.**

**contro:**

**Xxxxxxx S.p.A.**

Egr. CTU Dott.  
[REDACTED]

Il sottoscritto Ing. [REDACTED] nominato quale consulente tecnico di parte attrice, presenta la seguente relazione, adeguata alla documentazione prodotta ed esaminata:

1. Bozza di relazione inviata in data 01/08/2018.
2. Documenti agli atti n.r.g. 2277/2017 Tribunale di Monza.

## Indice

<u>Indice</u> .....	CXXXVII
<u>1 Premessa</u> .....	CXXXI>
<u>2 Sintesi dei rilievi del CTU</u> .....	CXXXI>
<u>3 Conseguenze giuridiche</u> .....	CXLI

## Premessa

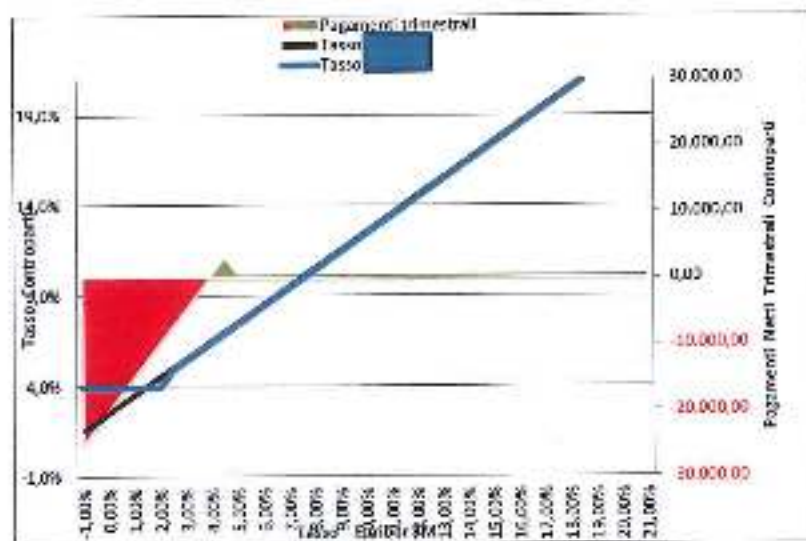
In data 01/08/2018 il Dott. [REDACTED] ha inviato alle parti la bozza di relazione, dando termine al 14/09/2018 per le osservazioni in contraddittorio. Nella presente relazione si esaminerà la bozza e si produrranno le opportune osservazioni nell'interesse di parte attrice.

## Sintesi dei rilievi del CTU

Il CTU ha riscontrato che:

Nonostante siano stati formalmente strutturati con funzione di copertura, i prodotti non erano idonei alla copertura dei rischi per la XXXXXXX SPA, anzi implicavano un notevole rischio di esborsi.

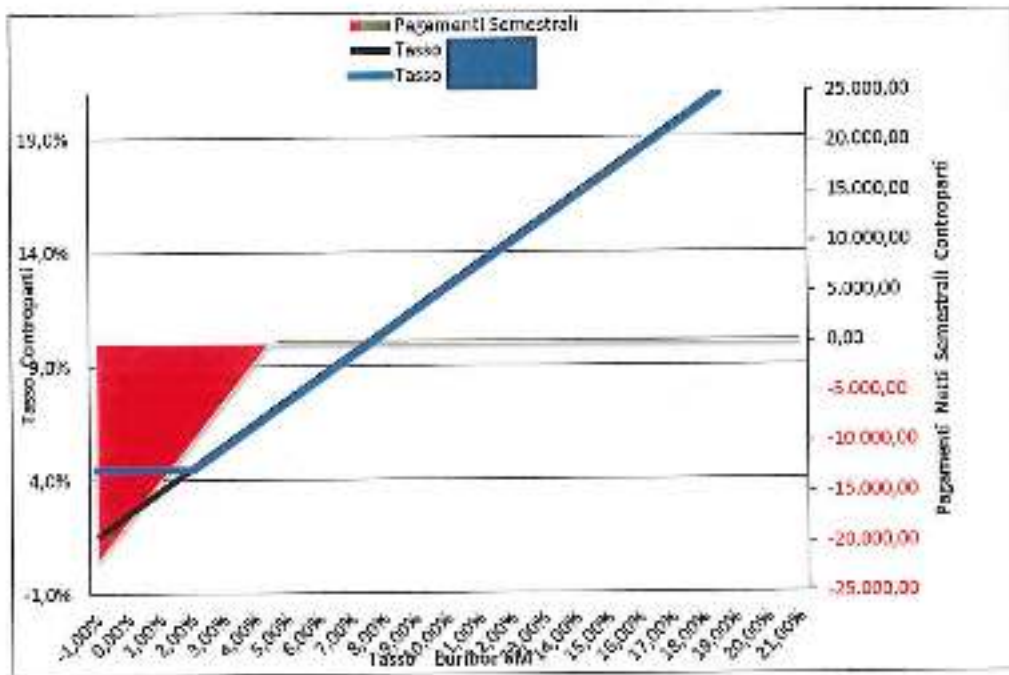
Nel caso del derivato n. 611220400, la copertura risulta risibile rispetto agli esborsi che il contraente si sarebbe dovuto sobbarcare a parità di tasso per effetto del sottostante contratto di locazione finanziaria. Il grafico fornito dal CTU a pagina 67, dove l'area rossa rappresenta le ipotesi di vantaggio per la banca, l'area verde quelle di vantaggio per il cliente, è autoesplicativo in tal senso:



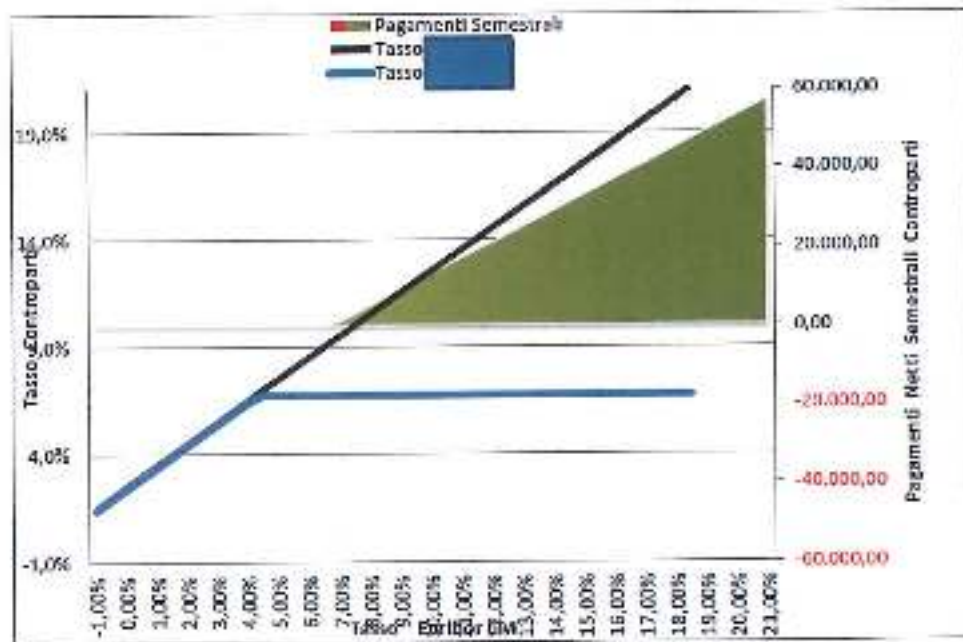
Nel caso dei contratti n. 705140164 e n. 705130172 non è provata alcuna correlazione con le passività in essere della contraente. Di conseguenza, manca una funzione effettiva di copertura.

Il grafico dei rendimenti del contratto n. 705140164 è il seguente, con una sottilissima area di guadagno per il cliente a fronte di gravi rischi di esborso in caso di abbassamento dei tassi:

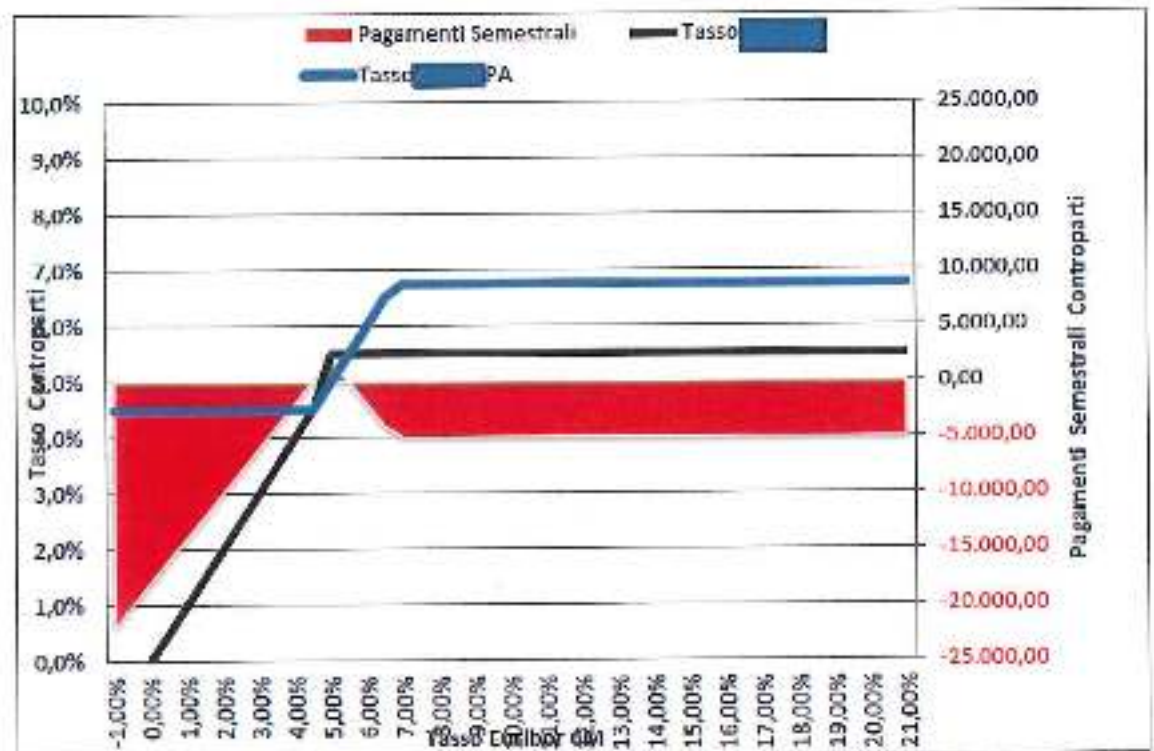




Quello del contratto n. 705130172 è più complesso. Ingannevole per il primo anno, dove risulta un'area verde molto ampia, per tassi molto elevati (ricordiamo che il primo anno è quello in cui le previsioni dell'Euribor sono più attendibili e forti variazioni poco probabili).



Negli anni successivi, la situazione per la banca è blindata, con una minuscola area di esiguo vantaggio per il cliente, tra tassi del 4 e del 5%.



Vien da sé che i prodotti negoziati non sono *par*. Ciò significa che, sulla base delle previsioni dei tassi note al momento della stipula, vi era una quantificabile differenza a favore della banca ("mark to market" rispettivamente - € 67.945,95, - € 9.708,62 e - € 9.679,69). La banca non ha corrisposto un "up-front" a favore della parte svantaggiata, né l'ha mai informata dei "mark to market" negativi. Tantomeno ha fornito analisi probabilistiche di scenario.

In sintesi, i contratti sono stati stipulati in una netta condizione di squilibrio a favore della banca, non compensata da una corretta prospettazione delle previsioni sui tassi, che consentisse al cliente di valutare le conseguenze economico-finanziarie o di confrontare lo strumento con altri più idonei alla funzione di copertura.

Tra l'altro, dall'analisi del CTU emerge che in un caso il derivato non era idoneo a coprire efficacemente il prodotto sottostante (contratto di locazione), negli altri due casi addirittura non risulta alcun collegamento con prodotti sottostanti. **Di fatto, gli strumenti avevano un carattere aleatorio/speculativo non dichiarato, con gravi rischi per la società, poi concretizzati in ingenti perdite.**

Come sostiene lo stesso CTU a pagina 49, le curve dei tassi di Interesse forward al momento della stipula confermano che l'ipotesi di un "rialzo dei tassi di interesse non fosse al momento considerata particolarmente probabile e soprattutto la curva non presentava profili particolarmente accentuati".

## Conseguenze giuridiche

I rilievi del CTU dimostrano che i tre contratti fornivano un'esigua o del tutto assente copertura a fronte di un elevato aumento del rischio, causato da meccanismi contrattuali perversi. Le perdite erano prevedibili *ex ante* (Mark to Market negativi, grafici dei rendimenti in funzione del tasso), perciò non c'è da meravigliarsi che i contratti abbiano causato ingenti perdite alla società, con rovinose conseguenze finanziarie.

*"La validità stessa del contratto, come sostenuto da attenta dottrina, dipende dalla presenza di una distribuzione dell'alea proporzionata e coerente con le poste in gioco e al fatto che le regole del gioco siano realmente conosciute da entrambe le parti prima della sottoscrizione"* (cfr. Tribunale di Monza, sentenza n. 3226 del 09/11/2017, dott. Carlo Albanese)

*"Perché l'alea, che, come detto costituisce l'oggetto del contratto, possa considerarsi "razionale" debbono essere definiti e conosciuti ex ante, con certezza, gli scenari probabilistici e delle conseguenze del verificarsi degli eventi. In sostanza, tutti gli elementi dell'alea e gli scenari che da essa derivano costituiscono ed integrano la causa stessa del contratto"* (Corte d'Appello di Milano 18/09/2013).

Sulla base di quanto riscontrato dal CTU, non si può che confermare il difetto di causa in concreto, che comporta la nullità dei contratti ex art. 1325 e 1418 c.c.

La conseguenza è la restituzione all'attrice di tutte le somme corrisposte in esecuzione del negozio nullo, così come calcolate dal CTU:

- € 470.134,64 per il contratto n.611220400.
- € 74.756,11 per il contratto n. 705140164
- € 74.951,11 per il contratto n. 705140172

**TOTALE: € 619.841,86**

Oltre agli interessi nella misura legale maturati dalla notifica dell'atto di citazione sino al saldo effettivo.

Si resta a disposizione per qualsiasi chiarimento.

Treviglio, 14/09/2018

Le osservazioni dell'Ing. [REDACTED] non appaiono richiedere allo scrivente alcuna variazione dei propri conteggi e nemmeno di rispondere del proprio operato tecnico, ragione per cui le osservazioni, come per quelle di parte convenuta sono state allegate nella loro interezza. Le opinioni e le conclusioni contenute nelle osservazioni, se non pertinenti ad aspetti tecnici, non vengono affrontate dal CTU il quale si rimette al Giudicante per eventuali chiarimenti dovessero necessitare.

In merito alle osservazioni di parte convenuta, elencate di continuo per una maggiore fruibilità, le risposte del CTU seguono.

**TRIBUNALE DI MONZA**  
**Sezione I Civile – R.G. 2277/2017**  
**Giudice Dott. Mirko Buratti**

**Causa promossa da**  
**FALLIMENTO XXXXXXX** [REDACTED]  
[REDACTED].  
**contro**  
**XXXXXXX S.P.A.**

**MEMORIA DI OSSERVAZIONI**  
**DEL C.T.P. PER XXXXXXX S.P.A.**  
**ALLA BOZZA DI RELAZIONE PERITALE**  
**DEL CTU DOTT.** [REDACTED]



Il sottoscritto [REDACTED], dottore commercialista e revisore legale, consulente tecnico di Parte per Xxxxxxx S.p.A. nella causa in intestazione, produce la presente memoria contenente le proprie osservazioni alla relazione peritale provvisoria ricevuta dal CTU Dott. [REDACTED], così riepilogabili:

1. oggettiva finalità di copertura dei contratti derivati oggetto di causa - assenza di nesso di causalità tra l'asserita inadeguatezza alla funzione di copertura dal rischio di rialzo dei tassi d'interesse ed il lamentato danno;
2. corretta qualificazione della natura dei "margini impliciti" e loro complessiva ragionevolezza alla luce dei costi di struttura e di transazione gravanti sulla Banca;
3. e comunque: correlato risparmio finanziario indotto dal calo dei tassi d'interesse – causa dei flussi negativi per l'impresa – sull'indebitamento complessivo della medesima.

**1. OGGETTIVA FINALITÀ DI COPERTURA DEI CONTRATTI DERIVATI  
OGGETTO DI CAUSA - ASSENZA DI NESSO DI CAUSALITÀ TRA L'ASSERTITA  
INADEGUATEZZA ALLA FUNZIONE DI COPERTURA DAL RISCHIO DI  
RIALZO DEI TASSI D'INTERESSE ED IL LAMENTATO DANNO**

**1.1 Contratto IRS – Gap Floater (Tasso Dinamico) n° 611220400 del 22/11/2006**

Il CTU afferma (cfr. pag. LXXXI della Bozza di Relazione) che *“il derivato in analisi è stato strutturato come un derivato di copertura”*.

Il CTU evidenzia altresì come la curva dei tassi forward al momento della sottoscrizione del contratto si presentasse con una inclinazione positiva, seppure non particolarmente accentuata. Ed infatti, l'economia mondiale risultava nel 2006 in robusta espansione: tanto il commercio internazionale, quanto il prodotto lordo globale risultavano in accelerazione rispetto ai già favorevoli tassi di sviluppo dell'anno precedente.

In concomitanza con la crescita dell'attività produttiva in diverse economie e nel timore di ripercussioni dei rincari delle materie prime sui prezzi interni, le condizioni monetarie erano divenute gradualmente più restrittive, soprattutto in Europa, dove i tassi di rifinanziamento erano stati aumentati nell'anno per ben cinque volte, raggiungendo a fine 2006 il 3,5%.

Coerentemente con il contesto sopra sinteticamente delineato, si ritiene coerente la decisione dell'impresa di porre in essere un'operazione di copertura ragionata e condizionata, fino alla soglia disattivante (“barriera”) del 5%<sup>1</sup>, nonché di gestione/contenimento del costo del denaro

<sup>1</sup> Livello mai raggiunto dall'Euribor durante la sua pur breve storia; infatti, il tasso Euribor 3 mesi aveva superato il 5.00%, solamente nel 5 % dei fixing rilevati tra il 1° gennaio 1999 ed il 22 novembre 2006.

in ipotesi di ulteriori incrementi del costo del denaro oltre tale soglia.

Ove infatti il tasso Euribor avesse superato la soglia del 5%, il contratto derivato in esame avrebbe garantito all'impresa una riduzione del costo del debito mediante il riconoscimento di un *discount* di tasso rispetto al parametro di riferimento.

Del tutto evidente è poi la piena correlazione del contratto derivato in esame con il sottostante contratto di locazione finanziaria n. 870333 stipulato da XXXXXXX con Xxxxxxx Leasing S.p.A., avente identica durata e piano di ammortamento assolutamente coincidente con il nozionale *amortizing* del derivato.

Rispetto ad operazioni di "piena" copertura, quali ad esempio un IRS *plain vanilla* o un CAP, il contratto sottoscritto risultava certamente più efficiente, in ottica *ex ante*, sulla base delle aspettative espresse dalla curva dei tassi forward.

La performance dello strumento proposto in ottica di analisi *ex ante* è simile a quella di una copertura IRS a tasso fisso (di tipo *plain vanilla*) con caratteristiche comparabili, naturalmente meno onerosa rispetto alla copertura CAP, come dimostrato dalle tabelle in appresso riportate per consentirne il confronto:

## N° 611220400

Partenza	Scadenza	euribor	riceve	paga	nazionale	delta
01-dic-06	01-mar-07	3.6225%	3.6225%	3.92%	2,513,606.00	-1,944.07
01-mar-07	01-giu-07	3.8169%	3.8169%	3.92%	2,587,704.00	-681.87
01-giu-07	01-set-07	3.8458%	3.8458%	3.92%	2,561,533.00	-485.46
01-set-07	01-dic-07	3.8524%	3.8524%	3.92%	2,535,089.00	-433.19
01-dic-07	01-mar-08	3.7983%	3.7983%	3.92%	2,508,369.00	-771.65
01-mar-08	01-giu-08	3.7517%	3.7517%	3.92%	2,481,371.00	-1,067.55
01-giu-08	01-set-08	3.7192%	3.7192%	3.92%	2,454,092.00	-1,259.52
01-set-08	01-dic-08	3.6979%	3.6979%	3.92%	2,426,529.00	-1,362.36
01-dic-08	01-mar-09	3.7024%	3.7024%	3.92%	2,398,679.00	-1,304.88
01-mar-09	01-giu-09	3.7041%	3.7041%	3.92%	2,370,538.00	-1,307.99
01-giu-09	01-set-09	3.7043%	3.7043%	3.92%	2,342,101.00	-1,291.16
01-set-09	01-dic-09	3.7085%	3.7085%	3.92%	2,313,371.00	-1,236.73
01-dic-09	01-mar-10	3.7614%	3.7614%	3.92%	2,284,345.00	-906.03
01-mar-10	01-giu-10	3.7617%	3.7617%	3.92%	2,255,013.00	-912.02
01-giu-10	01-set-10	3.7617%	3.7617%	3.92%	2,225,376.00	-900.04
01-set-10	01-dic-10	3.7617%	3.7617%	3.92%	2,195,430.00	-678.38
01-dic-10	01-mar-11	3.7637%	3.7637%	3.92%	2,165,172.00	-646.31
01-mar-11	01-giu-11	3.7640%	3.7640%	3.92%	2,134,599.00	-850.78
01-giu-11	01-set-11	3.7640%	3.7640%	3.92%	2,103,707.00	-838.46
01-set-11	01-dic-11	3.7653%	3.7653%	3.92%	2,072,494.00	-810.39
01-dic-11	01-mar-12	3.7829%	3.7829%	3.92%	2,040,955.00	-707.10
01-mar-12	01-giu-12	3.7831%	3.7831%	3.92%	2,009,088.00	-702.69
01-giu-12	01-set-12	3.7835%	3.7835%	3.92%	1,976,889.00	-689.45
01-set-12	01-dic-12	3.7876%	3.7876%	3.92%	1,944,354.00	-650.73
01-dic-12	01-mar-13	3.8429%	3.8429%	3.92%	1,911,480.00	-368.29
01-mar-13	01-giu-13	3.8442%	3.8442%	3.92%	1,878,264.00	-364.03
01-giu-13	01-set-13	3.8435%	3.8435%	3.92%	1,844,702.00	-360.45
01-set-13	01-dic-13	3.8484%	3.8484%	3.92%	1,810,790.00	-327.96
01-dic-13	01-mar-14	3.9061%	3.9061%	3.92%	1,776,525.00	-61.87
01-mar-14	01-giu-14	3.9061%	3.9061%	3.92%	1,741,903.00	-62.01
01-giu-14	01-set-14	3.9061%	3.9061%	3.92%	1,706,921.00	-60.76
01-set-14	01-dic-14	3.9098%	3.9098%	3.92%	1,671,571.00	-43.23
01-dic-14	01-mar-15	3.9542%	3.9542%	3.92%	1,635,858.00	139.87
01-mar-15	01-giu-15	3.9542%	3.9542%	3.92%	1,599,771.00	139.82
01-giu-15	01-set-15	3.9544%	3.9544%	3.92%	1,563,307.00	137.51
01-set-15	01-dic-15	3.9583%	3.9583%	3.92%	1,526,444.00	147.70
01-dic-15	01-mar-16	4.0073%	4.0073%	3.92%	1,489,237.00	328.56
01-mar-16	01-giu-16	4.0075%	4.0075%	3.92%	1,451,622.00	324.00
01-giu-16	01-set-16	4.0075%	4.0075%	3.92%	1,413,615.00	316.10
01-set-16	01-dic-16	4.0127%	4.0127%	3.92%	1,375,213.00	322.18
					<b>TOTALE DELTA</b>	<b>-22,631.09</b>



<b>IRS</b>							
Partenza	Scadenza	euribor	riceve	paghe	notionale	delta	
01-dic-06	01-mar-07	3.6225%	3.6225%	3.92%	2,513,606.00	-1,944.07	
01-mar-07	01-giu-07	3.8169%	3.8169%	3.92%	2,587,704.00	-681.87	
01-giu-07	01-set-07	3.8158%	3.8458%	3.92%	2,561,533.00	-435.46	
01-set-07	01-dic-07	3.8524%	3.8524%	3.92%	2,535,089.00	-433.19	
01-dic-07	01-mar-08	3.7983%	3.7983%	3.92%	2,508,369.00	-771.65	
01-mar-08	01-giu-08	3.7517%	3.7517%	3.92%	2,481,371.00	-1,067.55	
01-giu-08	01-set-08	3.7192%	3.7192%	3.92%	2,454,092.00	-1,259.52	
01-set-08	01-dic-08	3.6979%	3.6979%	3.92%	2,426,529.00	-1,362.35	
01-dic-08	01-mar-09	3.7024%	3.7024%	3.92%	2,398,679.00	-1,304.88	
01-mar-09	01-giu-09	3.7041%	3.7041%	3.92%	2,370,538.00	-1,307.99	
01-giu-09	01-set-09	3.7043%	3.7043%	3.92%	2,342,101.00	-1,291.16	
01-set-09	01-dic-09	3.7085%	3.7085%	3.92%	2,313,371.00	-1,236.73	
01-dic-09	01-mar-10	3.7614%	3.7614%	3.92%	2,284,345.00	-906.03	
01-mar-10	01-giu-10	3.7617%	3.7617%	3.92%	2,255,013.00	-912.02	
01-giu-10	01-set-10	3.7617%	3.7617%	3.92%	2,225,376.00	-900.04	
01-set-10	01-dic-10	3.7617%	3.7617%	3.92%	2,195,430.00	-878.38	
01-dic-10	01-mar-11	3.7637%	3.7637%	3.92%	2,165,172.00	-846.31	
01-mar-11	01-giu-11	3.7640%	3.7640%	3.92%	2,134,599.00	-850.78	
01-giu-11	01-set-11	3.7640%	3.7640%	3.92%	2,103,707.00	-838.45	
01-set-11	01-dic-11	3.7653%	3.7653%	3.92%	2,072,494.00	-810.39	
01-dic-11	01-mar-12	3.7829%	3.7829%	3.92%	2,040,955.00	-707.10	
01-mar-12	01-giu-12	3.7831%	3.7831%	3.92%	2,009,080.00	-702.69	
01-giu-12	01-set-12	3.7835%	3.7835%	3.92%	1,976,889.00	-689.45	
01-set-12	01-dic-12	3.7876%	3.7876%	3.92%	1,944,354.00	-650.73	
01-dic-12	01-mar-13	3.8429%	3.8429%	3.92%	1,911,480.00	-368.29	
01-mar-13	01-giu-13	3.8442%	3.8442%	3.92%	1,878,264.00	-364.03	
01-giu-13	01-set-13	3.8455%	3.8455%	3.92%	1,844,702.00	-360.45	
01-set-13	01-dic-13	3.8484%	3.8484%	3.92%	1,810,790.00	-327.96	
01-dic-13	01-mar-14	3.9061%	3.9061%	3.92%	1,776,525.00	-61.87	
01-mar-14	01-giu-14	3.9061%	3.9061%	3.92%	1,741,903.00	-62.01	
01-giu-14	01-set-14	3.9061%	3.9061%	3.92%	1,706,921.00	-60.76	
01-set-14	01-dic-14	3.9098%	3.9098%	3.92%	1,671,574.00	-43.23	
01-dic-14	01-mar-15	3.9542%	3.9542%	3.92%	1,635,858.00	139.87	
01-mar-15	01-giu-15	3.9542%	3.9542%	3.92%	1,599,771.00	139.82	
01-giu-15	01-set-15	3.9544%	3.9544%	3.92%	1,563,307.00	137.51	
01-set-15	01-dic-15	3.9583%	3.9583%	3.92%	1,526,444.00	147.70	
01-dic-15	01-mar-16	4.0073%	4.0073%	3.92%	1,489,237.00	328.56	
01-mar-16	01-giu-16	4.0075%	4.0075%	3.92%	1,451,622.00	324.60	
01-giu-16	01-set-16	4.0075%	4.0075%	3.92%	1,413,615.00	316.10	
01-set-16	01-dic-16	4.0127%	4.0127%	3.92%	1,375,213.00	322.18	
					<b>TOTALE DELTA</b>	<b>-22,631.09</b>	

CAP STRIKE 3.8 % PREMIO 85.000 EURO = 0,48 % SPREAD TRIMESTRALE ANNO EQUIVALE						
Partenza	Scadenza	euribor	riceve	pagà	nozionale	delta
01-dic-06	01-mar-07	3.6225%		0.48%	2,613,606.00	-3,136.33
01-mar-07	01-giu-07	3.8169%		0.48%	2,597,704.00	-3,174.25
01-giu-07	01-set-07	3.8458%		0.48%	2,561,533.00	-3,142.15
01-set-07	01-dic-07	3.8524%		0.48%	2,535,089.00	-3,075.91
01-dic-07	01-mar-08	3.7983%		0.48%	2,508,369.00	-3,043.49
01-mar-08	01-giu-08	3.7517%		0.48%	2,481,371.00	-3,043.82
01-giu-08	01-set-08	3.7192%		0.48%	2,454,092.00	-3,010.35
01-set-08	01-dic-08	3.6979%		0.48%	2,426,529.00	-2,944.19
01-dic-08	01-mar-09	3.7024%		0.48%	2,398,679.00	-2,878.41
01-mar-09	01-giu-09	3.7041%		0.48%	2,370,538.00	-2,907.86
01-giu-09	01-set-09	3.7013%		0.48%	2,342,101.00	-2,872.98
01-set-09	01-dic-09	3.7085%		0.48%	2,313,371.00	-2,806.89
01-dic-09	01-mar-10	3.7614%		0.48%	2,284,345.00	-2,741.21
01-mar-10	01-giu-10	3.7617%		0.48%	2,255,013.00	-2,766.15
01-giu-10	01-set-10	3.7617%		0.48%	2,225,376.00	-2,729.79
01-set-10	01-dic-10	3.7617%		0.48%	2,195,430.00	-2,663.79
01-dic-10	01-mar-11	3.7637%		0.48%	2,165,172.00	-2,598.21
01-mar-11	01-giu-11	3.7640%		0.48%	2,134,599.00	-2,618.44
01-giu-11	01-set-11	3.7640%		0.48%	2,103,707.00	-2,580.55
01-set-11	01-dic-11	3.7653%		0.48%	2,072,494.00	-2,514.63
01-dic-11	01-mar-12	3.7829%		0.48%	2,040,955.00	-2,475.36
01-mar-12	01-giu-12	3.7831%		0.48%	2,009,088.00	-2,464.48
01-giu-12	01-set-12	3.7835%		0.48%	1,976,889.00	-2,424.98
01-set-12	01-dic-12	3.7876%		0.48%	1,944,354.00	-2,359.15
01-dic-12	01-mar-13	3.8429%	3.8429%	4.28%	1,911,480.00	-2,088.63
01-mar-13	01-giu-13	3.8442%	3.8442%	4.28%	1,878,264.00	-2,092.04
01-giu-13	01-set-13	3.8435%	3.8435%	4.28%	1,844,702.00	-2,057.58
01-set-13	01-dic-13	3.8484%	3.8484%	4.28%	1,810,790.00	-1,975.78
01-dic-13	01-mar-14	3.9061%	3.9061%	4.28%	1,775,525.00	-1,660.74
01-mar-14	01-giu-14	3.9061%	3.9061%	4.28%	1,741,903.00	-1,664.56
01-giu-14	01-set-14	3.9061%	3.9061%	4.28%	1,706,921.00	-1,631.13
01-set-14	01-dic-14	3.9098%	3.9098%	4.28%	1,671,574.00	-1,564.36
01-dic-14	01-mar-15	3.9542%	3.9542%	4.28%	1,635,858.00	-1,332.41
01-mar-15	01-giu-15	3.9542%	3.9542%	4.28%	1,599,771.00	-1,331.97
01-giu-15	01-set-15	3.9544%	3.9544%	4.28%	1,563,307.00	-1,300.75
01-set-15	01-dic-15	3.9583%	3.9583%	4.28%	1,526,444.00	-1,241.36
01-dic-15	01-mar-16	4.0073%	4.0073%	4.28%	1,489,237.00	-1,026.64
01-mar-16	01-giu-16	4.0075%	4.0075%	4.28%	1,451,622.00	-1,010.89
01-giu-16	01-set-16	4.0075%	4.0075%	4.28%	1,413,615.00	-904.43
01-set-16	01-dic-16	4.0127%	4.0127%	4.28%	1,375,213.00	-929.27
					<b>TOTALE DELTA</b>	<b>-75,188.38</b>

La perfetta correlazione tra il contratto derivato ed il contratto di locazione finanziaria sottostante risulta dimostrata anche dalla circostanza per cui i differenziali negativi generati dal rilevante ed imprevedibile calo dei tassi d'interesse trovano pressoché totale compensazione in correlati risparmi di oneri finanziari; ma sul punto ci si soffermerà più oltre nella presente memoria.

Pare opportuno segnalare, a dimostrazione della “sostanziale” bontà dell'operazione di copertura in esame, il fatto che successivamente alla stipula, da metà 2007 a tutto il 2008, l'impresa ha costantemente beneficiato di flussi differenziali positivi, come dimostrato dal prospetto doc. 6 allegato all'atto di citazione. Solamente a partire del mese di novembre 2009, dopo cioè che si erano manifestati in tutta la loro drammaticità gli effetti di una crisi economica e finanziaria globale di portata senza precedenti, che ha visto i tassi di mercato finanziario crollare a livelli prossimi allo zero, il contratto IRS in esame ha generato rilevanti flussi negativi, peraltro pienamente compensati da correlati identici risparmi in termini di oneri finanziari sul contratto di locazione finanziaria sottostante.

Spostando l'attenzione dall'analisi in ottica *ex ante* a quella *ex post*, si riscontra una sostanziale parità di prestazioni tra la struttura IRS in esame e un'operazione di copertura a tasso fisso con caratteristiche comparabili in seguito al crollo dei tassi verificatosi nell'autunno del 2008.

Le tabelle che seguono dimostrano incontrovertibilmente che, se anche l'impresa avesse sottoscritto un contratto derivato IRS di piena copertura, di tipo plain vanilla (ovvero fisso contro variabile), le perdite subite dalla stessa sarebbero state sostanzialmente uguali.

Questa circostanza dimostra chiaramente come le perdite derivanti dai differenziali netti negativi non siano ascrivibili, come asserito da Controparte, ad una presunta inidoneità dello strumento derivato in esame a fornire protezione dal rialzo dei tassi d'interesse, quanto piuttosto ad un imprevedibile quanto imponente e duraturo crollo dei tassi d'interesse del mercato finanziario, causato da eventi imprevedibili e del tutto estranei alla Banca convenuta.



## N° 611220400

Partenza	Scadenza	euribor	riceve	paghi	razionale	delta
01-dic-06	01-mar-07	3.6225%	3.6225%	3.92%	2,613,606.00	-1,944.07
01-mar-07	01-giu-07	3.8250%	3.8250%	3.92%	2,587,704.00	-628.24
01-giu-07	01-set-07	4.0680%	4.0680%	3.92%	2,561,533.00	968.83
01-set-07	01-dic-07	4.6360%	4.6360%	3.92%	2,535,089.00	4,580.23
01-dic-07	01-mar-08	4.7760%	4.7760%	3.92%	2,508,369.00	5,427.55
01-mar-08	01-giu-08	4.3580%	4.3580%	3.92%	2,481,371.00	2,777.48
01-giu-08	01-set-08	4.8570%	4.8570%	3.92%	2,454,092.00	5,876.46
01-set-08	01-dic-08	4.9640%	4.9640%	3.92%	2,426,529.00	6,403.61
01-dic-08	01-mar-09	4.1480%	4.1480%	3.92%	2,398,679.00	1,367.25
01-mar-09	01-giu-09	1.9200%	1.9200%	3.92%	2,370,538.00	-12,116.08
01-giu-09	01-set-09	1.2670%	1.2670%	3.92%	2,342,101.00	-15,879.18
01-set-09	01-dic-09	0.8590%	0.8590%	3.92%	2,313,371.00	-17,899.77
01-dic-09	01-mar-10	0.7100%	0.7100%	3.92%	2,284,345.00	-18,331.87
01-mar-10	01-giu-10	0.6610%	0.6610%	3.92%	2,255,013.00	-18,781.00
01-giu-10	01-set-10	0.6900%	0.6900%	3.92%	2,225,376.00	-18,369.24
01-set-10	01-dic-10	0.8940%	0.8940%	3.92%	2,195,450.00	-16,792.97
01-dic-10	01-mar-11	1.0400%	1.0400%	3.92%	2,165,172.00	-15,589.24
01-mar-11	01-giu-11	1.0870%	1.0870%	3.92%	2,134,599.00	-15,454.26
01-giu-11	01-set-11	1.4290%	1.4290%	3.92%	2,103,707.00	-13,391.97
01-set-11	01-dic-11	1.5380%	1.5380%	3.92%	2,072,494.00	-12,478.83
01-dic-11	01-mar-12	1.4670%	1.4670%	3.92%	2,040,555.00	-12,655.22
01-mar-12	01-giu-12	1.0410%	1.0410%	3.92%	2,009,088.00	-14,781.75
01-giu-12	01-set-12	0.6820%	0.6820%	3.92%	1,976,889.00	-16,358.54
01-set-12	01-dic-12	0.3180%	0.3180%	3.92%	1,944,354.00	-17,703.45
01-dic-12	01-mar-13	0.1900%	0.1900%	3.92%	1,911,480.00	-17,824.55
01-mar-13	01-giu-13	0.2200%	0.2200%	3.92%	1,878,264.00	-17,760.03
01-giu-13	01-set-13	0.2000%	0.2000%	3.92%	1,844,702.00	-17,536.97
01-set-13	01-dic-13	0.2250%	0.2250%	3.92%	1,810,790.00	-16,913.03
01-dic-13	01-mar-14	0.2230%	0.2230%	3.92%	1,775,525.00	-16,419.53
01-mar-14	01-giu-14	0.2880%	0.2880%	3.92%	1,741,903.00	-16,167.96
01-giu-14	01-set-14	0.3210%	0.3210%	3.92%	1,706,921.00	-15,699.31
01-set-14	01-dic-14	0.1880%	0.1880%	3.92%	1,671,574.00	-15,769.07
01-dic-14	01-mar-15	0.0800%	0.0800%	3.92%	1,635,858.00	-15,704.24
01-mar-15	01-giu-15	0.0460%	0.0460%	3.92%	1,599,771.00	-15,839.09
01-giu-15	01-set-15	-0.1100%	-0.1100%	3.92%	1,563,307.00	-16,300.33
01-set-15	01-dic-15	-0.0290%	-0.0290%	3.92%	1,526,444.00	-15,237.25
01-dic-15	01-mar-16	-0.0920%	-0.0920%	3.92%	1,489,237.00	-15,103.01
01-mar-16	01-giu-16	-0.1860%	-0.1860%	3.92%	1,451,622.00	-15,232.03
01-giu-16	01-set-16	-0.2580%	-0.2580%	3.92%	1,413,615.00	-15,093.32
01-set-16	01-dic-16	-0.2980%	-0.2980%	3.92%	1,375,213.00	-14,662.75
					<b>TOTALE DELTA</b>	<b>-468,807.75</b>

C.T.U. Causa n° 2277/2017 R.G. Tribunale di Monza Sez. I Civ.  
 Fall. XXXXXXX S.r.l. // XXXXXX S.p.A.

TRS						
Partenza	Scadenza	curbor	riceve	capa	razionale	delta
01-dic-06	01-mar-07	3.6225%	3.6225%	3.80%	2,613,606.00	-1,159.98
01-mar-07	01-giu-07	3.8250%	3.8250%	3.80%	2,587,704.00	165.33
01-giu-07	01-set-07	4.0680%	4.0680%	3.80%	2,561,533.00	1,754.37
01-set-07	01-dic-07	4.6360%	4.6360%	3.80%	2,535,089.00	5,357.21
01-dic-07	01-mar-08	4.7760%	4.7760%	3.80%	2,508,369.00	6,188.43
01-mar-08	01-giu-08	4.3580%	4.3580%	3.80%	2,481,371.00	3,538.44
01-giu-08	01-set-08	4.8570%	4.8570%	3.80%	2,454,092.00	6,629.05
01-set-08	01-dic-08	4.9640%	4.9640%	3.80%	2,426,579.00	7,139.66
01-dic-08	01-mar-09	4.1480%	4.1480%	3.80%	2,398,679.00	2,086.85
01-mar-09	01-giu-09	1.9200%	1.9200%	3.80%	2,370,538.00	-11,389.12
01-giu-09	01-set-09	1.2670%	1.2670%	3.80%	2,342,101.00	-15,160.94
01-set-09	01-dic-09	0.8590%	0.8590%	3.80%	2,313,371.00	-17,198.05
01-dic-09	01-mar-10	0.7100%	0.7100%	3.80%	2,284,345.00	-17,646.57
01-mar-10	01-giu-10	0.6610%	0.6610%	3.80%	2,255,013.00	-18,089.46
01-giu-10	01-set-10	0.6900%	0.6900%	3.80%	2,225,376.00	-17,686.79
01-set-10	01-dic-10	0.8940%	0.8940%	3.80%	2,195,430.00	-16,127.02
01-dic-10	01-mar-11	1.0400%	1.0400%	3.80%	2,165,172.00	-14,939.69
01-mar-11	01-giu-11	1.0870%	1.0870%	3.80%	2,134,599.00	-14,799.65
01-giu-11	01-set-11	1.4290%	1.4290%	3.80%	2,103,707.00	-12,746.83
01-set-11	01-dic-11	1.5380%	1.5380%	3.80%	2,072,494.00	-11,850.18
01-dic-11	01-mar-12	1.4670%	1.4670%	3.80%	2,040,955.00	-12,036.14
01-mar-12	01-giu-12	1.0410%	1.0410%	3.80%	2,009,088.00	-14,165.63
01-giu-12	01-set-12	0.6820%	0.6820%	3.80%	1,976,989.00	-15,752.29
01-set-12	01-dic-12	0.3180%	0.3180%	3.80%	1,944,354.00	-17,113.66
01-dic-12	01-mar-13	0.1900%	0.1900%	3.80%	1,911,480.00	-17,251.11
01-mar-13	01-giu-13	0.2200%	0.2200%	3.80%	1,878,264.00	-17,184.03
01-giu-13	01-set-13	0.2000%	0.2000%	3.80%	1,844,702.00	-16,971.26
01-set-13	01-dic-13	0.2250%	0.2250%	3.80%	1,810,790.00	-16,363.76
01-dic-13	01-mar-14	0.2230%	0.2230%	3.80%	1,776,525.00	-15,886.57
01-mar-14	01-giu-14	0.2880%	0.2880%	3.80%	1,741,903.00	-15,633.77
01-giu-14	01-set-14	0.3210%	0.3210%	3.80%	1,706,921.00	-15,175.86
01-set-14	01-dic-14	0.1880%	0.1880%	3.80%	1,671,574.00	-15,262.03
01-dic-14	01-mar-15	0.0800%	0.0800%	3.80%	1,635,858.00	-15,213.48
01-mar-15	01-giu-15	0.0460%	0.0460%	3.80%	1,599,771.00	-15,347.49
01-giu-15	01-set-15	-0.1100%	-0.1100%	3.80%	1,563,307.00	-15,620.91
01-set-15	01-dic-15	-0.0290%	-0.0290%	3.80%	1,526,444.00	-14,774.24
01-dic-15	01-mar-16	-0.0920%	-0.0920%	3.80%	1,489,237.00	-14,651.29
01-mar-16	01-giu-16	-0.1860%	-0.1860%	3.80%	1,451,622.00	-14,786.87
01-giu-16	01-set-16	-0.2580%	-0.2580%	3.80%	1,413,615.00	-14,659.82
01-set-16	01-dic-16	-0.2980%	-0.2980%	3.80%	1,375,213.00	-14,245.60
					<b>TOTALE DELTA</b>	<b>-444,030.75</b>



## 1.2 Contratto IRS – Gap Floater (Tasso Dinamico) n° 705140164 del 14/5/2007

Il CTU afferma (cfr. pag. XCII della Bozza di Relazione) che *“Il contratto di Gap Floater è di per sé un ottimo contratto per la copertura del rischio variazione tassi d’interesse (...) 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 venduta dalla società cliente e quindi non ha natura speculativa”*.

Dunque non si è in presenza di un contratto oggettivamente “speculativo” bensì di copertura, seppure ancora ragionata e condizionata. È evidente che l’impresa, nel momento in cui deve decidere quale strumento di copertura acquistare, tiene presente non solo l’efficacia delle alternative disponibili, ma anche il loro costo (concetto di “copertura efficiente”).

È noto che strumenti di piena copertura risultano maggiormente onerosi di strumenti di copertura solo parziale.

Le valutazioni dell’impresa cliente sono le stesse che rilevano al momento della stipulazione di un contratto di assicurazione in cui, oltre all’importo del massimale (ampiezza della copertura), occorre decidere se e quali franchigie prevedere (efficienza della copertura).

Tanto premesso, al fine di meglio comprendere le ragioni che hanno indotto in allora l’impresa a sottoscrivere il contratto IRS in esame, occorre soffermarsi sulla situazione economica e finanziaria dell’epoca.

Nel primi mesi del 2007 il contesto economico europeo, pur rimanendo positivo, evidenziava segni di decelerazione, rimarcati dall’andamento di alcuni importanti indici di sentimento economico come di seguito indicato:

PIL UE	3.3%
DISOCCUPAZIONE UE	7.2%
CPI UE	1.9%
PIL GERMANIA	3.3%
PROD.IND.GERMANIA	7.7%
ZEW INDEX	78.90
IFO sentiment	108.60
CPI GERMANIA	1.9%
DISOCCUPAZIONE GERMANIA	6.6%

L'inflazione era stabile, al livello desiderato dalla BCE. Si profilavano possibili conseguenze a seguito della crisi dei mutui subprime in USA, manifestatasi già da alcuni mesi, di cui però era ancora difficile valutare il reale impatto.

Il mercato dei tassi di interesse a termine si configurava senza particolari inclinazioni evidenziando una differenza di solo 0.80% tra curibor 3 mesi e tasso fisso a 50 anni, come dimostrato dalla curva dei tassi di seguito riprodotta:



In un mercato caratterizzato da livelli di scarsa volatilità e da una curva dei tassi moderatamente inclinata, la struttura in esame replicava la performance di una copertura IRS a tasso fisso (*plain vanilla*) dimostrandosi più economica rispetto ad un'opzione CAP con strike al 4,45% come evidenziato dalle tabelle comparative che seguono:



**N°705140164**

Partenza	Scadenza	euribor	riceve	pagò	notoriale	delta
16-mag-07	16-nov-07	4,1720%	4,17%	4,45%	800,000.00	-1,136.71
16-nov-07	16-mag-08	4,3945%	4,39%	4,45%	800,000.00	-224.47
16-mag-08	16-nov-08	4,3932%	4,39%	4,45%	800,000.00	-232.25
16-nov-08	16-mag-09	4,3399%	4,34%	4,45%	800,000.00	-442.81
16-mag-09	16-nov-09	4,3403%	4,34%	4,45%	800,000.00	-448.71
16-nov-09	16-mag-10	4,3403%	4,34%	4,45%	800,000.00	-441.40
16-mag-10	16-nov-10	4,3580%	4,36%	4,45%	800,000.00	-373.89
16-nov-10	16-mag-11	4,3580%	4,36%	4,45%	800,000.00	-369.92
16-mag-11	16-nov-11	4,3694%	4,37%	4,45%	800,000.00	-329.56
16-nov-11	16-mag-12	4,3689%	4,37%	4,45%	800,000.00	-328.09
<b>TOTALE DELTA</b>						<b>-4,327.81</b>

**IRS**

Partenza	Scadenza	euribor	riceve	pagò	notoriale	delta
16-mag-07	16-nov-07	4,1720%	4,17%	4,45%	800,000.00	-1,136.71
16-nov-07	16-mag-08	4,3945%	4,39%	4,45%	800,000.00	-224.47
16-mag-08	16-nov-08	4,3932%	4,39%	4,45%	800,000.00	-232.25
16-nov-08	16-mag-09	4,3399%	4,34%	4,45%	800,000.00	-442.81
16-mag-09	16-nov-09	4,3403%	4,34%	4,45%	800,000.00	-448.71
16-nov-09	16-mag-10	4,3403%	4,34%	4,45%	800,000.00	-441.40
16-mag-10	16-nov-10	4,3580%	4,36%	4,45%	800,000.00	-373.89
16-nov-10	16-mag-11	4,3580%	4,36%	4,45%	800,000.00	-369.92
16-mag-11	16-nov-11	4,3694%	4,37%	4,45%	800,000.00	-329.56
16-nov-11	16-mag-12	4,3689%	4,37%	4,45%	800,000.00	-328.09
<b>TOTALE DELTA</b>						<b>-4,327.81</b>

**CAP**

STRIKE 4.45 % PREMIO 12.206 EURO = 0,35 % SPREAD SEMESTRALE ANNO EQUIVALENTE

Partenza	Scadenza	euribor	riceve	pagò	notoriale	delta
16-mag-07	16-nov-07	4,1720%		0,35%	800,000.00	-1,431.11
16-nov-07	16-mag-08	4,3945%		0,35%	800,000.00	-1,415.56
16-mag-08	16-nov-08	4,3932%		0,35%	800,000.00	-1,431.11
16-nov-08	16-mag-09	4,3399%		0,25%	800,000.00	-1,407.78
16-mag-09	16-nov-09	4,3403%		0,25%	800,000.00	-1,431.11
16-nov-09	16-mag-10	4,3403%		0,25%	800,000.00	-1,407.78
16-mag-10	16-nov-10	4,3580%		0,35%	800,000.00	-1,431.11
16-nov-10	16-mag-11	4,3580%		0,35%	800,000.00	-1,407.78
16-mag-11	16-nov-11	4,3694%		0,35%	800,000.00	-1,431.11
16-nov-11	16-mag-12	4,3689%		0,35%	800,000.00	-1,415.56
<b>TOTALE DELTA</b>						<b>-14,210.00</b>



Le tabelle rivelano dunque la sostanziale parità di prestazioni tra la struttura IRS sottoscritta ed un'operazione di copertura IRS a tasso fisso, non solo in ottica ex ante (come appena dimostrato), ma anche in ottica ex post, come attestato dalle tabelle di comparazione che seguono:

### N°705140164

Partenza	Scadenza	euribor	riceve	paga	nozionale	delta
16-mag-07	16-nov-07	<b>4.1720%</b>	4.17%	4.45%	800,000.00	-1,136.71
16-nov-07	16-mag-08	<b>4.5930%</b>	4.59%	4.45%	800,000.00	578.36
16-mag-08	16-nov-08	<b>4.8780%</b>	4.88%	4.45%	800,000.00	1,750.04
16-nov-08	16-mag-09	<b>4.6930%</b>	4.69%	4.45%	800,000.00	977.40
16-mag-09	16-nov-09	<b>1.5380%</b>	1.54%	4.45%	800,000.00	-11,906.84
16-nov-09	16-mag-10	<b>1.0030%</b>	1.00%	4.45%	800,000.00	-13,864.60
16-mag-10	16-nov-10	<b>0.9710%</b>	0.97%	4.45%	800,000.00	-14,225.24
16-nov-10	16-mag-11	<b>1.2700%</b>	1.27%	4.45%	800,000.00	-12,790.67
16-mag-11	16-nov-11	<b>1.6840%</b>	1.68%	4.45%	800,000.00	-11,309.87
16-nov-11	16-mag-12	<b>1.7480%</b>	1.75%	4.45%	800,000.00	-10,928.09
					<b>TOTALE DELTA</b>	<b>-72,856.22</b>

### IRS

Partenza	Scadenza	euribor	riceve	paga	nozionale	delta
16-mag-07	16-nov-07	4.1720%	4.17%	4.45%	800,000.00	-1,136.71
16-nov-07	16-mag-08	4.5930%	4.59%	4.45%	800,000.00	578.36
16-mag-08	16-nov-08	4.8780%	4.88%	4.45%	800,000.00	1,750.04
16-nov-08	16-mag-09	4.6930%	4.69%	4.45%	800,000.00	977.40
16-mag-09	16-nov-09	1.5380%	1.54%	4.45%	800,000.00	-11,906.84
16-nov-09	16-mag-10	1.0030%	1.00%	4.45%	800,000.00	-13,864.60
16-mag-10	16-nov-10	0.9710%	0.97%	4.45%	800,000.00	-14,225.24
16-nov-10	16-mag-11	1.2700%	1.27%	4.45%	800,000.00	-12,790.67
16-mag-11	16-nov-11	1.6840%	1.68%	4.45%	800,000.00	-11,309.87
16-nov-11	16-mag-12	1.7480%	1.75%	4.45%	800,000.00	-10,928.09
					<b>TOTALE DELTA</b>	<b>-72,856.22</b>

### **1.3 Contratto IRS – Gap Floater (Tasso Dinamico) n° 70514172 del 14/5/2007**

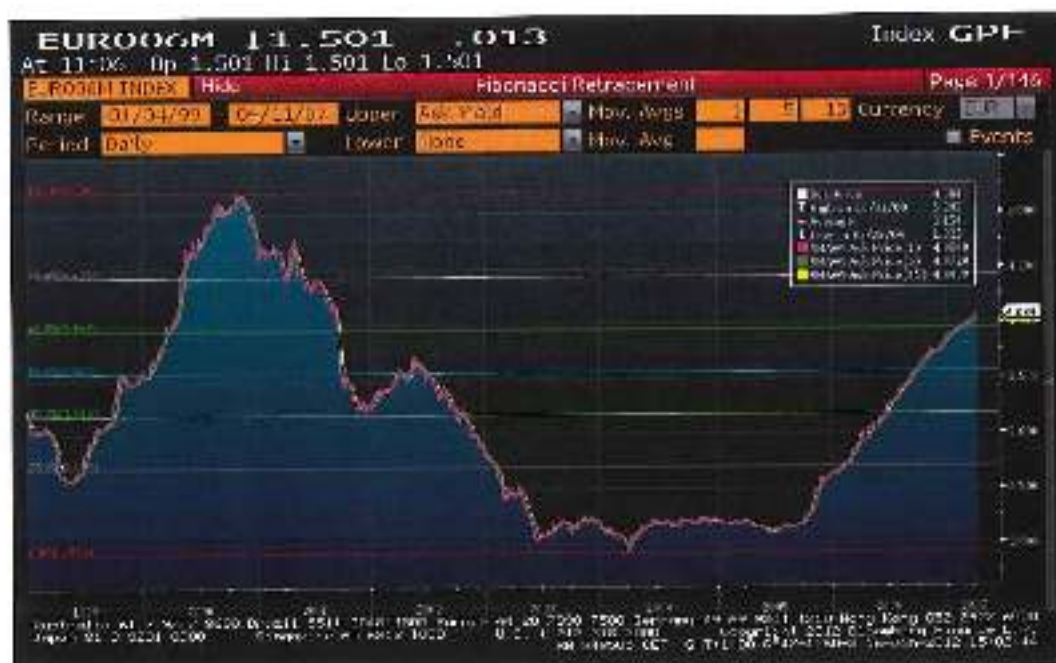
Come già per contratto appena esaminato, anche per l'IRS in esame, sottoscritto contestualmente al precedente, il CTU afferma (cfr. pag. CXIV della Bozza di Relazione) che *“Il contratto di Gap Floater è di per sé un ottimo contratto per la copertura del rischio variazione tassi d'interesse (...) un 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 venduta dalla società cliente e quindi non ha natura speculativa”*.

Dunque non si è in presenza di un contratto oggettivamente “speculativo” bensì “di copertura”, seppure ragionata e condizionata. Si richiama nuovamente il fatto che l'impresa, nel momento in cui deve decidere quale strumento di copertura acquistare, valuta non solo l'efficacia delle alternative disponibili, ma anche il loro costo (concetto di “copertura efficiente”).

È noto che strumenti di piena copertura risultano maggiormente onerosi di strumenti di copertura solo parziale.

Lo strumento in esame era finalizzato al contenimento del costo del servizio del debito in un contesto monetario di sostanziale stabilità ed in una fase di sensibile decelerazione nel movimento al rialzo dei tassi a termine.

Nell'ottica di un'analisi ex-ante, la struttura sottoscritta si faceva preferire ad un IRS tradizionale o ad una copertura CAP in virtù di un piccolo discount iniziale che poteva rappresentare un valore apprezzabile nell'ambito del contesto economico-monetario descritto. Questa scelta appariva coerente con l'andamento dei tassi di interesse, in particolare dell'Euribor 6 mesi a partire dalla data di esordio della divisa unica al 14 maggio 2007, di seguito raffigurato:



Ta struttura di cui in oggetto, in definitiva, consentiva al cliente di coprirsi ad un costo inferiore rispetto alla sottoscrizione di un IRS plain vanilla o di un'opzione CAP, la qual cosa si evince facilmente dall'analisi comparata tra le tre diverse strategie di copertura, rispetto alla struttura dei tassi a termine al momento della stipula del contratto come raffigurato qui di seguito ed espressa in termini di differenziali semestrali:

**N°705140172**

Partenza	Scadenza	euribor	riceve	paga	notazionale	delta
16-mag-07	16-nov-07	4,1720%	4,17%	4,07%	800,000,00	408,89
16-nov-07	16-mag-08	4,3915%	4,39%	4,29%	800,000,00	404,44
16-mag-08	16-nov-08	4,3932%	4,39%	4,50%	800,000,00	-436,69
16-nov-08	16-mag-09	4,3399%	4,34%	4,50%	800,000,00	-643,92
16-mag-09	16-nov-09	4,3403%	4,34%	4,50%	800,000,00	-653,16
16-nov-09	16-mag-10	4,3403%	4,34%	4,50%	800,000,00	-642,51
16-mag-10	16-nov-10	4,3586%	4,36%	4,50%	800,000,00	-578,33
16-nov-10	16-mag-11	4,3580%	4,36%	4,50%	800,000,00	-571,03
16-mag-11	16-nov-11	4,3694%	4,37%	4,50%	800,000,00	-534,01
16-nov-11	16-mag-12	4,3689%	4,37%	4,50%	800,000,00	-530,31
<b>TOTALE DELTA</b>						<b>-3,776.63</b>



### IRS

Partenza	Scadenza	euribor	riceve	paga	nozionale	delta
16-mag-07	16-nov-07	4.1720%	4.17%	4.45%	800,000.00	-1,136.71
16-nov-07	16-mag-08	4.3945%	4.39%	4.45%	800,000.00	-224.47
16-mag-08	16-nov-08	4.3932%	4.39%	4.45%	800,000.00	-232.25
16-nov-08	16-mag-09	4.3399%	4.34%	4.45%	800,000.00	-442.81
16-mag-09	16-nov-09	4.3403%	4.34%	4.45%	800,000.00	-448.71
16-nov-09	16-mag-10	4.3403%	4.34%	4.45%	800,000.00	-441.40
16-mag-10	16-nov-10	4.3586%	4.36%	4.45%	800,000.00	-373.89
16-nov-10	16-mag-11	4.3580%	4.36%	4.45%	800,000.00	-369.92
16-mag-11	16-nov-11	4.3694%	4.37%	4.45%	800,000.00	-329.56
16-nov-11	16-mag-12	4.3689%	4.37%	4.45%	800,000.00	-328.09
<b>TOTALE DELTA</b>						<b>-4,327.81</b>

### CAP

STROKE 4.45 % PREMIO 12.200 EURO = 0,35 % SPREAD SEMESTRALE ANNO EQUIVALENTE

Partenza	Scadenza	euribor	riceve	paga	nozionale	delta
16-mag-07	16-nov-07	4.1720%		0.35%	800,000.00	-1,431.11
16-nov-07	16-mag-08	4.3945%		0.35%	800,000.00	-1,415.56
16-mag-08	16-nov-08	4.3932%		0.35%	800,000.00	-1,431.11
16-nov-08	16-mag-09	4.3399%		0.35%	800,000.00	-1,407.78
16-mag-09	16-nov-09	4.3403%		0.35%	800,000.00	-1,431.11
16-nov-09	16-mag-10	4.3403%		0.35%	800,000.00	-1,407.78
16-mag-10	16-nov-10	4.3586%		0.35%	800,000.00	-1,431.11
16-nov-10	16-mag-11	4.3580%		0.35%	800,000.00	-1,407.78
16-mag-11	16-nov-11	4.3694%		0.35%	800,000.00	-1,431.11
16-nov-11	16-mag-12	4.3689%		0.35%	800,000.00	-1,415.56
<b>TOTALE DELTA</b>						<b>-14,210.00</b>

Le tabelle rivelano dunque la sostanziale parità di prestazioni tra la struttura IRS sottoscritta ed un'operazione di copertura IRS a tasso fisso, non solo in ottica *ex ante* (come appena dimostrato), ma anche in ottica *ex post*, come attestato dalle tabelle di comparazione che seguono:

### N°705140172

Partenza	Scadenza	euribor	riceve	paga	nozionale	delta
16-mag-07	16-nov-07	4.1720%	4.17%	4.07%	800,000.00	408.89
16-nov-07	16-mag-08	4.5930%	4.59%	4.49%	800,000.00	404.44
16-mag-08	16-nov-08	4.8780%	4.88%	4.50%	800,000.00	1,545.60
16-nov-08	16-mag-09	4.6930%	4.69%	4.50%	800,000.00	776.29
16-mag-09	16-nov-09	1.5380%	1.54%	4.50%	800,000.00	-12,111.29
16-nov-09	16-mag-10	1.0030%	1.00%	4.50%	800,000.00	-14,065.71
16-mag-10	16-nov-10	0.9710%	0.97%	4.50%	800,000.00	-14,429.69
16-nov-10	16-mag-11	1.2700%	1.27%	4.50%	800,000.00	-12,991.78
16-mag-11	16-nov-11	1.6840%	1.68%	4.50%	800,000.00	-11,514.31
16-nov-11	16-mag-12	1.7480%	1.75%	4.50%	800,000.00	-11,130.31
					<b>TOTALE DELTA</b>	<b>-73,107.87</b>

### IRS

Partenza	Scadenza	euribor	riceve	paga	nozionale	delta
16-mag-07	16-nov-07	4.1720%	4.17%	4.45%	800,000.00	-1,136.71
16-nov-07	16-mag-08	4.5930%	4.59%	4.45%	800,000.00	578.36
16-mag-08	16-nov-08	4.8780%	4.88%	4.45%	800,000.00	1,750.04
16-nov-08	16-mag-09	4.6930%	4.69%	4.45%	800,000.00	977.40
16-mag-09	16-nov-09	1.5380%	1.54%	4.45%	800,000.00	-11,906.84
16-nov-09	16-mag-10	1.0030%	1.00%	4.45%	800,000.00	-13,864.60
16-mag-10	16-nov-10	0.9710%	0.97%	4.45%	800,000.00	-14,225.24
16-nov-10	16-mag-11	1.2700%	1.27%	4.45%	800,000.00	-12,790.67
16-mag-11	16-nov-11	1.6840%	1.68%	4.45%	800,000.00	-11,309.87
16-nov-11	16-mag-12	1.7480%	1.75%	4.45%	800,000.00	-10,928.09
					<b>TOTALE DELTA</b>	<b>-72,856.22</b>

\* \* \*

Dalle comparazioni che precedono risulta evidente che le perdite generate dai contratti derivati in esame sono sostanzialmente uguali a quelle che avrebbero generato contratti di piena copertura come l'IRS *plain vanilla* comparabili per nozionale e condizioni: ne consegue che nessuna perdita è specificamente imputabile alle caratteristiche peculiari dei contratti IRS oggetto di causa. Ciò in quanto i differenziali negativi derivano, com'è noto, non già dalla contestata inadeguatezza di tali strumenti a svolgere la ricercata funzione di copertura dal rischio di rialzi dei tassi d'interesse, quanto piuttosto dal verificarsi dell'evento, opposto, di imprevedibile e perdurante calo dei tassi d'interesse medesimi.

**Da ciò deriva incontrovertibilmente l'assenza di qualsiasi nesso di causalità fra il danno asseritamente subito e le specifiche caratteristiche dei contratti derivati sottoscritti e oggi contestato.**

Per larga parte **i MtM ed i differenziali negativi a carico dell'impresa nulla hanno a che vedere con le peculiarità delle operazioni stipulate, ma sono ascrivibili all'imprevedibile perdurante ribasso dei tassi d'interesse successivamente alla crisi finanziaria deflagrata nell'autunno del 2008 e tuttora in essere.**

Nell'ottobre del 2008 i tassi, sia quelli a termine sia quelli di Mercato Monetario, improvvisamente crollavano sotto le spallate di una crisi devastante i cui effetti non avrebbero potuto essere in alcun modo predeterminati e che di lì a poco avrebbe messo a serio repentaglio l'intero sistema bancario.

Nessuno avrebbe potuto anticipare una simile discesa dei tassi così come nessuno avrebbe potuto successivamente confutare l'ipotesi di un repentino rialzo degli stessi a causa della forte crisi del mercato interbancario (M.I.D.) laddove la liquidità era estremamente scarsa, situazione ancora attualmente in parte esistente.

In conclusione, qualora la società avesse sottoscritto, in luogo dei contratti controversi, operazioni di pura copertura comparabili per nozionale e durata, come ad esempio IRS *plain vanilla*, avrebbe conosciuto esborsi monetari non dissimili, se non addirittura maggiori, rispetto quelli in concreto verificatisi, come dimostrato dalle tabelle sinottiche sopra riportate.

Un'ulteriore osservazione pare opportuna, posto che il CTU parrebbe indicare, quale fonte di potenziale inadeguatezza degli strumenti derivati in esame, non già la loro specifica struttura (riconosciuta dal CTU stesso come oggettivamente "di copertura"), quanto piuttosto l'asserita assenza di piena correlazione tra il nozionale dei derivati e la natura e l'ammontare dell'indebitamento sottostante da cui deriva l'esigenza di copertura.

A tale riguardo giova richiamare quanto già osservato preliminarmente dallo scrivente al CTU.

Il contratto **Interest Rate Swap – Gap Floater (Tasso Dinamico) n° 611220400** sottoscritto il 22/11/2006 (doc. 3 avv.) è finalizzato alla copertura dal rischio di rialzo dei tassi d'interesse specificamente relativo al contratto di locazione finanziaria n. 870333 stipulato da XXXXXXX con Xxxxxxx Leasing S.p.A., avente identica durata e piano di ammortamento assolutamente coincidente con il nozionale *amortizing* del derivato.



Il contratto **Interest Rate Swap – Gap Floater (Tasso Dinamico) n° 705140164** sottoscritto il 14/5/2007 (doc. 4 avv.) e contratto **Interest Rate Swap n° 705140172** sottoscritto il 14/5/2007 (doc. 5 avv.) sono stati stipulati al fine di ridurre il rischio di rialzo dei tassi d'interesse relativo alla complessiva esposizione debitoria dell'impresa.

Com'è agevole rilevare dall'esame dei flussi da Centrale Rischi, di seguito riprodotta per stralcio, l'impresa presentava a maggio 2007, all'epoca della stipula dei due contratti derivati a nozionale fisso in esame, un complessivo indebitamento, sia a breve che a medio-lungo termine, ampiamente superiore all'importo di Euro 1.600.000.

FPVIOQM - ARS3 POSIZIONE SINTETICA DI RISCHIO DATA: 28/0

----=( EURO )=---- X 1000 \*\*\*\*\*

RDG: 0810084902000 [REDACTED] AL 08

FIL: 7287 F. I. CINISELLO AZ 013 (+01;-01) 0000 11: 01

AL 05/2007

CATEGORIE	NB.AZIENDA		SISTEMA		SCONTIN.
	ACCORDATO	UTILIZZ.	ACCORDATO	UTILIZZ.	
AUTOLIQ.B.T.	300	0	4779	2356	0
A SCADENZA B.T.	0	0	257	107	0
A REVUCA	100	0	695	0	0
FIN.FR.CONCORS.	0	0	0	0	0
SOFFERENZE	0	0	0	0	0
TOT.CASSA B.T.	400	0	5731	2463	0
AUTOLIQ.M.L.T.	0	0	0	0	0
A SCAD. M.L.T.	1100	1100	4702	4502	0
TOT.CASSA M.L.T.	1100	1100	4702	4502	0
CRED.OI FIRMA	0	0	375	375	0
TOT.CASSA+FIRMA	1500	1100	10808	7339	0
GAR.RICEVUTE	0	0	0	0	0
DERIVATI B.T.		0		0	
DERIVATI M.L.T.		12		12	
DEB.CEDUTO V.N.		0		175	

L'indebitamento a breve termine di XXXXXXX a maggio 2007 era dunque pari ad Euro 5.731.000 mentre l'esposizione a medio-lungo termine era pari a complessivi Euro 4.702.000. È dunque evidente che, anche sottraendo da tali valori l'importo del debito relativo al contratto di locazione finanziaria direttamente correlato al primo derivato IRS specificamente finalizzato, la residua complessiva esposizione debitoria era ampiamente superiore alla somma dei due nozionali di Euro 800.000 stipulati da XXXXXXX a maggio 2007.

Si segnala, per completezza di relazione, che XXXXXXX ha sottoscritto in data 21/6/2006 un contratto di finanziamento di Euro 800.000 a medio termine (doc. 12 Banca).

Costituisce naturalmente scelta aziendale insindacabile quella di procedere a copertura solo parziale del rischio, stipulando un derivato con nozionale inferiore alla complessiva esposizione debitoria dell'impresa, essendo sufficiente, al fine di escludere la natura speculativa del derivato, che il nozionale stesso non ecceda il complessivo indebitamento.

## 2. CORRETTA QUALIFICAZIONE DELLA NATURA DEI “MARGINI IMPLICITI” E LORO COMPLESSIVA RAGIONEVOLEZZA ALLA LUCE DEI COSTI DI STRUTTURA E DI TRANSAZIONE GRAVANTI SULLA BANCA

Lo scrivente CTP ritiene qui opportuno richiamare alcune considerazioni sulla natura delle teoriche eventuali “commissioni implicite”, al fine di ribadire che i valori di mark to market (MtM) oggetto delle verifiche dal CTU non costituiscono affatto “lucro” per la Banca.

In termini generali, le “commissioni implicite” costituiscono l’attualizzazione – al momento della stipula del contratto e sulla base delle iniziali previsioni circa il futuro andamento dei tassi – dei differenziali che il cliente potrebbe vedersi successivamente addebitati in conto durante l’esecuzione del contratto (c.d. *mark to market* iniziale o *fair value*), al netto dei costi sostenuti dalla Banca per porre in essere il contratto e per compensare il rischio di credito.

In altri termini, le “commissioni implicite” non sono costi effettivi e reali, ma valori meramente ipotetici ed astratti che indicano soltanto il presumibile sviluppo del contratto fino a scadenza sulla base delle previsioni circa l’andamento futuro dei tassi d’interesse al momento della stipula del contratto (peraltro sovente con limitato grado di affidabilità, sia perché le previsioni in materia finanziaria non sono per nulla scontate – altrimenti qualsiasi operazione nei mercati finanziari non potrebbe che generare profitti – sia perché manca un metodo matematico di *pricing* universalmente accettato dalla dottrina economica).

Si richiamano sul punto alcuni significativi passaggi della sentenza del **Consiglio di Stato 27/11/2012 n. 5962** (in [www.giustizia-amministrativa.it](http://www.giustizia-amministrativa.it)):

*“L’ausiliare ha in proposito ricordato i principi espressi dalla sentenza della Corte di Cassazione, II sez. Pen., n. 47421 del 21 dicembre 2011, secondo cui il MtM non esprime affatto un valore concreto e attuale, essendo piuttosto una proiezione finanziaria basata su un valore teorico di mercato in caso di risoluzione anticipata. [...] Il consulente tecnico d’ufficio ha sottolineato “...la natura meramente eventuale delle stime iniziali sulle singole componenti, seppur sostenute da elaborazioni matematiche e statistiche, determinandone la caratteristica di virtualità piuttosto che di effettività”. [...] anche sulla base dei lucidi, approfonditi e coerenti chiarimenti forniti dal consulente tecnico d’ufficio, deve rilevarsi che i c.d. “costi impliciti” dello swap, [...] non rappresentano affatto un costo effettivo, vale a dire una somma effettivamente sostenuta dall’amministrazione provinciale, rappresentando soltanto il valore che lo swap avrebbe potuto avere in una astratta ed ipotetica (ma assolutamente irrealistica e non vera) contrattazione”.*



Sul tema si è pronunciata anche la **Corte di Cassazione con la sentenza 21/12/2011, n. 47421**:

*“A proposito, poi, del mark to market, su cui il ricorrente pubblico ministero fonda le proprie censure, va rilevato che, a fronte dell’assunto accusatorio secondo il quale esso rappresenterebbe il “valore del contratto ad una certa data ed è pari al valore attuale dei differenziali che le parti si scambieranno fino alla scadenza della struttura”, resta il dato incontrovertibile che, come correttamente dedotto tanto dalla difesa della [...] che dai giudici a quibus, il relativo dato non esprime affatto un valore concreto ed attuale, ma esclusivamente una proiezione finanziaria basata sul valore teorico di mercato in caso di risoluzione anticipata.*

*Il valore del mark to market, infatti, è influenzato da una serie di fattori ed è quindi sistematicamente aggiustato in funzione dell’andamento dei mercati finanziari, dovendosi poi attrarre nell’ambito dei relativi parametri di determinazione anche l’up to front erogato e l’utile per la banca”.*

Si riporta, ancora, un estratto della **sentenza del Tribunale di Verona, in data 27/3/2012**, in cui si chiariscono le motivazioni per cui non può ritenersi sussistente alcuna commissione occulta al momento iniziale del contratto:

*“Solitamente la banca non assume un rischio di mercato nel momento in cui conclude un contratto con l’impresa cliente, poiché, a fronte di esso, ne conclude uno speculare 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 (questa è l’espressione più corretta anziché quella di commissione) 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’altro, dalla copertura del rischio di credito e dei costi operativi. E’ evidente, poi, come tale margine lordo di intermediazione non comporti, 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 nel documento sui rischi generali negli investimenti finanziari, in conformità all'Allegato 3 al Regolamento Consob n. 11522/98, par. 4, parte B, deve essere pertanto riferita al prezzo, distinto dalle commissioni e/o dal margine di intermediazione percepito dall'intermediario). Solo nel caso in cui il contratto di swap giunga alla sua naturale scadenza o venga risolto anticipatamente il cliente è tenuto a corrispondere all'istituto di credito il c.d. costo di uscita del derivato, comprensivo anche del margine di intermediazione. L'entità di questa voce è tanto maggiore quanto più elevato è il numero delle rinegoziazioni che il contratto di swap abbia subito poiché, in occasione di ciascuna di esse, la banca effettua delle operazioni di ricopertura, con le caratteristiche sopra descritte, maturando in relazione a ciascuna di esse un margine di intermediazione, dato dalla differenza tra il mark to market e la somma riconosciuta al cliente a titolo di up front. Le considerazioni sin qui svolte consentono quindi di affermare che l'esistenza del margine lordo non è di per sé segno di una patologia dell'operazione ma è anzi del tutto fisiologica, a meno che l'importo di esso sia eccessivo comportando uno sbilanciamento dell'operazione a danno del cliente" (Trib. Verona 27 marzo 2012, in [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it)).*

L'eventuale margine iniziale lordo, dunque, quand'anche teoricamente calcolabile, non costituisce di per sé, necessariamente, lucro per la Banca.

Proseguendo nell'esame della sentenza del Tribunale di Verona, pare opportuno dare risalto al seguente passo, utile anche per poter valutare la legittimità delle domande formulate da Controparte: *"in coerenza con le caratteristiche proprie dei contratti di swap sopra illustrate, l'attrice avrebbe dovuto avanzare domanda di condanna della convenuta al pagamento di una somma diretta a riequilibrare il profilo economico delle operazioni per cui è causa, così da ridurre il margine lordo a favore della stessa, ma una simile domanda postula la volontà di mantenere in essere il contratto, se questo sia ancora in vigore, o comunque di trarre vantaggio da esso confermandone quindi l'adeguatezza. Risulta invece inconciliabile con tutte le domande caducatorie svolte nel presente giudizio ed in particolare con quella di annullamento per errore poiché è sintomatica dell'assenza del carattere dell'essenzialità dell'errore" (Trib. Verona 27 marzo 2012, cit.).*

Anche il Tribunale di Milano (VI Sez. Civile, sentenza del 19 aprile 2011, n. 5443, Presidente Laura Cosentini) ha confermato le tesi fin qui esposte affermando, in merito a “*il cosiddetto mark-to-market (MTM) o altrimenti detto Fair Value*” che “*si tratta di un valore che viene dato in un certo momento della sua vita ad un derivato, la cui stima involge notevoli aspetti previsionali e che di per sé non comporta alcuna giuridica conseguenza sulla posizione delle parti, non si traduce cioè in una perdita monetaria o in un obbligo di pagamento. Si tratta di una sorta di rating evoluto, ed infatti l’iniziale funzione è solo quella di consentire il monitoraggio dell’andamento del derivato, agganciandosi all’ipotesi della istantanea chiusura del rapporto*”.

Tenendo ben presente la corretta qualificazione che l’autorevole giurisprudenza sopra richiamata riserva al MtM, lo scrivente evidenzia come ai fini della quantificazione del medesimo non sarà in ogni caso sufficiente calcolare il *fair value* del contratto al momento della stipulazione. Ove si voglia pervenire alla quantificazione del MtM occorrerà infatti considerare anche la composizione dei **costi di transazione** che complessivamente incidono sui conti dell’Istituto di Credito nel momento stesso della conclusione del contratto.

Si dovrà quindi tenere conto dei costi diretti e di struttura sostenuti dalla Banca per l’effettuazione dell’operazione, la cui copertura deve essere garantita pena l’assunzione di posizioni in perdita.

Si tratta di componenti di costo quali il *bid-offer spread* (costo di mercato), il costo del credito, i costi amministrativi, l’eventuale costo liquidità, ecc. dovrà essere calcolato integrando le fondamentali rappresentate dalle formule basilari utilizzate dalla Banca con un discount rappresentato dai costi di cui sopra:

$$\text{MtM} = \text{fair value} - \text{spread di mercato} - \text{costi amministrativi} - \text{costo del credito} - \text{costo liquidità}$$

E' opportuno porre in evidenza quanto sia fondamentale quest'ultimo aspetto nella valutazione degli effettivi margini netti teoricamente conseguibili dall'Istituto di Credito, nella consapevolezza che non sempre risultano evidenti in quanto, ricordiamolo, la tracciabilità contabile delle dinamiche, correlate ad una singola operazione, all'interno di una organizzazione complessa, quale è una Banca, è di estrema difficoltà e di conseguenza è impossibile documentarne pubblicamente l'impatto sull'attività aziendale.

**3. E COMUNQUE: CORRELATO RISPARMIO FINANZIARIO INDOTTO DAL CALO DEI TASSI D'INTERESSE – CAUSA DEI FLUSSI NEGATIVI PER L'IMPRESA – SULL'INDEBITAMENTO COMPLESSIVO DELLA MEDESIMA**

Il quesito peritale integrativo formulato dal Giudice al CTU richiede di:

- *verificare se gli eventuali differenziali negativi prodotti dai contratti derivati oggetto di causa siano stati causati da un aumento o da una riduzione dei tassi rispetto alla soglia contrattualmente convenuta;*
- *in caso di risposta affermativa al punto precedente, ovvero nel caso in cui i differenziali negativi siano stati almeno in parte determinati da una diminuzione dei tassi d'interesse e non ad un loro incremento, dica se ed in quale misura tale diminuzione possa aver determinato una corrispondente riduzione degli oneri finanziati per l'impresa sulle posizioni debitorie sottostanti, tali da compensare, in tutto o in parte, le perdite da contratti derivati (evidenze dello scrivente).*

Le risposte del CTU a tali quesiti non sono condivisibili.

Con riferimento al primo di essi, il CTU (cfr. pag. CXXXII) afferma che *“La risposta a questa domanda per quanto riguarda la prima parte della stessa, fermo restando che le soglie erano diverse, è che i differenziali negativi si sono manifestati perché i tassi di interesse euribor 3m e euribor 6M oggetto di contrattazione hanno subito una **variazione**”*.

Lo scrivente ritiene invece che il CTU non possa che confermare al Giudice che **i differenziali negativi prodotti dai contratti derivati oggetto di causa sono stati causati da una riduzione dei tassi rispetto alla soglia contrattualmente convenuta**

Nell'ambito della risposta al secondo quesito integrativo, il CTU afferma, tra l'altro, (cfr. pag. CXXXIV):

*“Non è possibile correlare in finanza un tasso in discesa che produce differenziali negativi e la risultante minore onerosità del prodotto sottostante che il derivato doveva proteggere dal rialzo dei tassi e invece nel caso occorso del ribasso ha invece danneggiato perché ha implicato la rinuncia al risultato positivo*

*Mi spiego meglio, La riduzione dai tassi in discesa avrebbe potuto essere sfruttata appieno dal cliente **qualora non avesse il gravame di dover corrispondere i differenziali sugli IRS alla banca.***

*Quindi non è corretto asserire che una diminuzione dei tassi che ha generato i differenziali negativi del prodotto derivato possa aver determinato una corrispondente riduzione degli oneri finanziati per l'impresa sulle posizioni debitorie sottostanti”.*

Tale conclusione non pare condivisibile in quanto al CTU non è stato richiesto di esprimersi sulla necessità (o inevitabilità) dell'acquisto dei contratti derivati, bensì, più semplicemente di precisare se le perdite da contratti derivati siano state causate da un aumento dei tassi d'interesse (al di sopra della soglia di protezione) oppure da una discesa dei tassi stessi.

È agevole verificare che i differenziali negativi sono tutti stati causati dalla discesa dei tassi d'interesse al di sotto delle soglie di copertura: di ciò si chiede cortesemente al CTU di fornire conferma al Giudice.

\* \* \*

Lo scrivente CTP confida che il CTU voglia evidenziare ed allegare le presenti osservazioni nella relazione peritale conclusiva, al fine di fornire al Giudice ogni elemento utile a supportare la decisione che dovrà essere assunta.

Milano, 14 settembre 2018



Lo scrivente desidera specificare alcune considerazioni di carattere generale riguardo le osservazioni summenzionate. Si può serenamente ritenere che l'analisi ex post abbia poca efficacia in sede di analisi tecnica poiché è assodato che il quesito richiede una valutazione tecnica reale e non di quanto sarebbe potuto accadere. L'analisi ex post pone in atto delle valutazioni che non sappiamo se sono state valutate all'atto delle sottoscrizioni dei prodotti analizzati. A posteriori le valutazioni possibili sono sicuramente più efficaci e probanti che non ex ante per la natura e la quantità di dati oggettivi disponibili a posteriori.

Inoltre questo CTU desidera ribadire, qualora ce ne fosse l'esigenza, che verranno date risposte alle sole componenti tecniche formulate e solo nel caso siano stati mossi appunti sull'operato tecnico e, come per la risposta alle osservazioni di parte attrice, non si valutano le conclusioni del CTP.

Cercando di assecondare il filo logico espositivo, fornisco le risposte alle osservazioni mosse. Innanzitutto lo scrivente non può adottare la locuzione utilizzata dal dott. [REDACTED] "nesso di causalità" poiché la corrispondente voce tecnica che lo scrivente adotta è la "correlazione". Il CTU da esperto della materia valuta se vi sono correlazioni tecniche tra prodotti di copertura e il corrispondente tasso da tutelare. In corpo relazione peritale tutti gli aspetti tecnici che afferiscono alla correlazione sono stati ampiamente discussi. Le valutazioni di onerosità e di opportunità, rispetto ad eventuali alternative al prodotto sottoscritto, non possono essere oggetto di commento da parte del CTU.

Anche riguardo alle valutazioni delle condizioni economiche generali effettuate dal CTP dott. [REDACTED], lo scrivente non può aggiungere nulla di tecnicamente significativo salvo effettuare una misurazione oggettiva che identifica in circa sei mesi la differenza temporale tra le sottoscrizioni. Le valutazioni tecniche offerte in merito alla sovrapposibilità dei flussi, valutati ex post, tra il prodotto sottoscritto e un prodotto IRS plain vanilla hanno una valenza solo ex post in virtù della effettiva curva dei tassi che è occorsa nella realtà.

Al secondo punto il dott. [REDACTED] affronta il concetto di "margini impliciti" (il virgolettato è nelle osservazioni).

Il dott. [REDACTED] mi permetta di dissentire sulla mancanza di un metodo matematico di pricing universalmente accettato dalla dottrina economica, se così fosse, significherebbe che ogni prodotto derivato potrebbe essere passibile di indeterminatezza. L'indeterminatezza non è e non viene nemmeno citata quale indebito. Nella valutazione dell'upfront si utilizzano metodi universali che consentono una precisa valutazione accurata al centesimo.

Al terzo punto si affronta il concetto del risparmio indotto dal calo di interesse. Riguardo i costi di transazione, andrebbe ulteriormente sviscerato il concetto di vendita in proprio di un prodotto strutturato in casa propria ovvero di un margine di profitto sulla commercializzazione di un prodotto strutturato da terzi; in atti questa distinzione non è evidente.

Comprendo pienamente il ragionamento del dott. [REDACTED] che evidenzia la curva anomala e imprevedibile dei tassi, ma devo giocoforza evidenziare che i prodotti sono stati tecnicamente strutturati per proteggere da un rialzo dei tassi.

Una valutazione tecnica riferita all'andamento dei tassi conferma che il dottore [REDACTED] asserisce correttamente che i differenziali negativi sono stati causati dalla discesa dei tassi di interesse.

\*\*\*



6) SINTESI CONCLUSIVA

Non avendo le parti mosso osservazioni alla bozza di relazione peritale che necessitassero modifiche alla componente numerica della stessa, si ritiene di confermare le risultanze numeriche già espresse in bozza.

\*\*\*

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 176 pagine con 64 tabelle allegate, unitamente ai fascicoli di causa per i quali era stato autorizzato il prelievo, rimanendo a disposizione per qualsiasi ulteriore chiarimento.

Data: 24 settembre 2018

IL C.T.U. INCARICATO

████████████████████

Tabella allegata:

400

-  ammortamento 400
  -  CAP 400 digitale
  -  CAP 400 est
  -  CAP 400 sottostante
  -  CAP Dig 400 est
  -  fisso 400 est
  -  fisso 400 sottostante
  -  flussi
  -  grafico 400
  -  netto 400 est
  -  netto 400 sottostante
  -  pagamenti 400
  -  pricing 400
  -  reset 400
  -  struttura 400
  -  var 400 est
  -  variabile 400 sottostante
-

164

-  CAP 164 est
  -  CAP 164 sottostante
  -  CAP digitale 164 est
  -  CAP digitale 164 sottostante
  -  fisso 164 sottostante
  -  fisso 164 var
  -  flussi
  -  grafico 164
  -  netto 164 est
  -  netto 164 sottostante
  -  pagamenti 164
  -  pricing 164
  -  reset 164
  -  struttura 164
  -  variabile 164 est
  -  variabile 164 sottostante
-

172

-  cap 172 1 est
-  Cap 172 1 sottostante
-  cap 172 a 2 est
-  cap 172 a 2 sott
-  cap 172 aa 2 est
-  cap 172 aa 2 sott
-  cap 172 ad 2 est
-  cap 172 ad 2 sott
-  cap 172 b 2 est
-  Cap 172 b 2 sottostante
-  cap 172 bd 2 est
-  cap 172 bd 2 sott
-  fisso 172 1 est
-  fisso 172 2 sottostante
-  fisso 172 est 2
-  fisso 172 sottostante 1
-  grafico 172 periodo 1
-  grafico 172 periodo 2
-  netto 172 est
-  netto 172 sottostante
-  periodo 1 pagamenti 172
-  periodo 2 pagamenti 172
-  pricing 172
-  reset 172
-  struttura 172
-  var 172 2 est
-  var 172 az 1 est
-  var 172 b 1 est
-  variabile 172 2 sottostante
-  variabile 172 a sott 1
-  variabile 172 b sott 1