



Analisi e rivalutazione di contratti derivati

Studi Legali ed Imprese in Italia

Martingale Risk Ltd:

- Londra: Flat 55, 38 Westferry Circus, E148RN, UK
- Roma: Via Nisio 57, 00135, Italia

contact@martingalerisk.com

www.martingalerisk.com

Martingale Risk Ltd. Registered Office: 6-7
Ludgate Square London EC4M 7AS UK.
Registered n. 06449507.

Chi siamo

Martingale Risk Ltd nasce nel Dicembre 2007 come società a responsabilità limitata (Private Limited) con sede legale in U.K. Essa unisce l'esperienza di un team di analisti quantitativi e di strutturatori, basati nella City di Londra, maturata nei dipartimenti di Fixed Income ed Equity di banche di investimento americane. Due elementi distinguono la nostra attività:

Indipendenza: Martingale Risk Ltd è una società indipendente, posseduta interamente dai suoi soci fondatori e specializzata nel pricing e risk management di prodotti derivati complessi e nella portfolio allocation.

Approccio scientifico: al termine "scientifico" diamo il significato di applicazione di metodologie matematiche per la soluzione di problemi di pricing e risk management, in modo rigoroso e pragmatico.

Tutti i componenti del team di Martingale Risk hanno un background di studi post-laurea in matematica finanziaria o fisica.

Martingale Risk è coordinata dal Dr. Marco Delzio.
Per ulteriori informazioni su Martingale Risk e per uno scambio informale di opinioni sugli argomenti che trattiamo visita: www.martingalerisk.com.



Martingale Risk Ltd. Registered Office: 6-7
Ludgate Square London EC4M 7AS UK.
Registered n. 06449507.

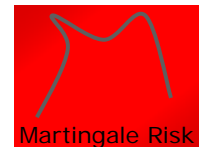


Il problema delle perdite in contratti derivati – il nostro approccio

- In questa presentazione, dopo aver delineato alcuni fatti rilevanti sulle perdite subite dalle imprese italiane in strumenti derivati, diamo la nostra risposta alle seguenti domande:
 - Perché le imprese hanno sottoscritto questi contratti?
 - Come si configura il danno per il cliente?
 - Quali sono i « trucchi » nel marketing del prodotto?
 - Perché la banca guadagna di più se i contratti sono esotici?
- Successivamente, spieghiamo come Martingale Risk può essere utile all'impresa mediante l'offerta dei seguenti servizi:
 - Analisi delle caratteristiche dei contratti derivati già stipulati dall'impresa e valutazione del rischio corrente;
 - Valutazione della loro idoneità rispetto all'oggetto sociale dell'impresa;
 - Quantificazione del danno subito dall'impresa a seguito della sottoscrizione e della successiva cancellazione e/o rinegoziazione dei contratti;
 - Supporto alle imprese in una eventuale fase di rinegoziazione dei contratti con le banche e/o citazione in giudizio per danni.
 - Nuovi contratti: valutazione del fair value, dei rischi prospettici, del worst case scenario e della redditività attesa di una nuova operazione.

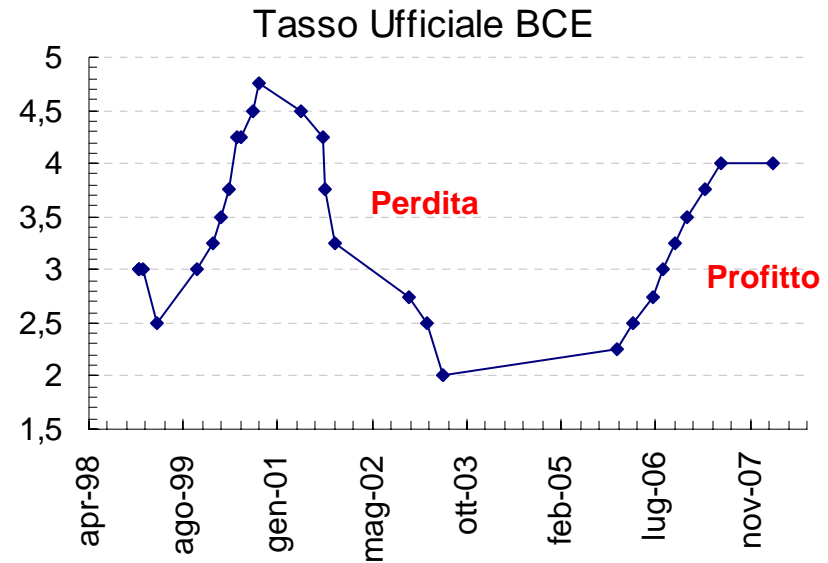
I derivati in Italia – alcuni fatti

Martingale Risk Ltd. Registered Office: 6-7
Ludgate Square London EC4M 7AS UK.
Registered n. 06449507.



Indagini Consob e Banca d'Italia (I)

- Un'indagine CONSOB del 2004 (*) mostra che l'attività in derivati delle imprese italiane di medie e piccole dimensioni sia nata intorno alla fine degli anni novanta sulla scia di diffuse aspettative di rialzo dei tassi di interesse. La dinamica della congiuntura economica in Europa e negli USA ha fatto sì che, almeno sino al 2005, tali aspettative si dimostrassero errate, generando flussi di cassa negativi per le imprese.
- Alcune imprese hanno mantenuto le posizioni in essere fino alla metà del 2005, quando la successiva salita dei tassi ha prodotto flussi di cassa positivi.



- Altre imprese, invece, hanno rinegoziato le posizioni in perdita mediante la stipula di nuovi contratti generalmente più complessi, strutturati in modo tale da assorbire il valore negativo dei contratti precedenti. A fronte dell'assorbimento di tale perdita, i nuovi contratti hanno lasciato scarse probabilità alle imprese di ottenere flussi di cassa positivi negli anni a seguire.
- Nell'ambito di alcune istruttorie di vigilanza condotte dalla CONSOB (*), sono emersi casi estremi in cui alcuni intermediari hanno proposto contratti molto complessi anche ad imprese che si affacciavano per la prima volta al mercato dei derivati.

(*) Audizione del Direttore Generale della CONSOB Dott. Massimo Tezzon, VI Commissione "Finanze" della Camera dei Deputati.

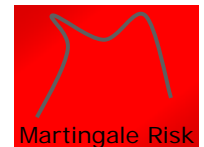
Indagini Consob e Banca d'Italia (II)

- Molto spesso alle imprese veniva tenuta nascosta la perdita in termini di Mark-to-Market (il valore di mercato dello strumento). In altri casi, la perdita e' stata giustificata come commissione bancaria. Il processo di perdita e di successiva rinegoziazione dei contratti ha portato in alcuni casi gli imprenditori ad esporsi per un ammontare pari ad un multiplo del loro fatturato. I flussi di cassa negativi generati dalle perdite hanno reso la situazione finanziaria di alcune imprese insostenibile, fino a provocarne il fallimento (Appendice C – Il caso Divania).
- A nostro parere, il fenomeno derivati ha raggiunto recentemente dimensioni esorbitanti in Italia: secondo una stima della Banca d'Italia (*), a giugno 2007 il valore nozionale dei derivati finanziari e creditizi in capo alle banche italiane ha raggiunto il valore di 10 mila miliardi; il valore di mercato dell'esposizione delle banche in derivati è positivo per 150 miliardi di euro.
- Recentemente, alcune sentenze di tribunali italiani hanno dichiarato nulli i contratti derivati sottoscritti negli anni scorsi, condannando le banche alla restituzione dei flussi di cassa indebitamente ricevuti dalle imprese e dei relativi interessi. Le cause che hanno determinato l'esito positivo per le imprese sono legate a tre punti: a) Invalidita' dell'autocertificazione di operatore qualificato da parte di chi rappresentava l'impresa; b) Inadeguatezza del contratto stipulato rispetto all'oggetto sociale dell'impresa e c) Vizi di forma dei contratti (Appendice D – Sentenze)
- La CONSOB con Delibera n. 16070 del 01/08/2007 ha applicato sanzioni amministrative pecuniarie nei confronti di esponenti aziendali della società UniCredit Banca d'Impresa in relazione a carenze procedurali afferenti l'operatività in prodotti derivati OTC”.

(*) **Le problematiche relative agli strumenti finanziari derivati**, audizione informale del Direttore Generale della Banca d'Italia Fabrizio Saccomanni, Roma 06 Novembre 2007.

Alcune domande sorgono spontanee...

Martingale Risk Ltd. Registered Office: 6-7
Ludgate Square London EC4M 7AS UK.
Registered n. 06449507.



Perche le imprese hanno sottoscritto questi contratti?

La risposta risiede nel rapporto fiduciario (e spesso monopolistico) tra banca e piccole/medie imprese, tipico del tessuto economico italiano, specialmente in alcune aree del territorio nazionale. In questo contesto, un eventuale deterioramento del rapporto banca / impresa, e quindi la possibilita' che la banca revochi l'affidamento, puo' causare enormi problemi all'impresa fino a portarla al fallimento. Le banche hanno sfruttato questa situazione di forza, in molti casi facendo una indebita pressione nei confronti delle aziende perche' sottoscrivessero contratti derivati. In alcuni casi, tale sottoscrizione garantiva all'impresa di continuare ad ottenere il fido dalla propria banca. Il caso dell'azienda pugliese Divania e' emblematico in tal senso (vedi Appendice D).

Come si configura il danno per il cliente?

Il danno ed eventualmente la truffa si configurano generalmente in due modi: in alcuni contratti, la banca richiede al cliente un pagamento « upfront », da effettuarsi alla data di stipula del contratto, il cui ammontare puo' risultare superiore rispetto al giusto ammontare (fair value). Nel caso non vi sia il pagamento upfront, e' possibile che il tasso strutturato pagato dall'impresa alla banca sia in valore atteso superiore a quello che la banca paga all'impresa.

Perche' alle banche conviene vendere prodotti complessi?

Il calcolo del fair value di un contratto complesso richiede metodologie matematiche e competenze altamente sofisticate, normalmente riscontrabili solo in soggetti operatori altamente specializzati. Le disparita' contrattuali di cui sopra derivano dunque dall'incapacita' dell'impresa di calcolare il fair value. L'opacita' del fair value permette inoltre alle banche di occultare le perdite realizzate dal cliente, proponendo la rinegoziazione del contratto in perdita a condizioni ancora piu' svantaggiose di quelle precedenti. I contratti rinegoziati hanno in genere un valore nozionale superiore a quelli precedenti, crescendo cosi' l'esposizione al rischio dell'impresa senza che quest'ultima ne sia consapevole.

Il marketing delle banche e i « trucchi » nascosti nei contratti

Dalla finalita' di copertura alla speculazione

Gli strumenti derivati venduti in Italia dalle banche hanno avuto la forma generalmente di "Interest Rates Swaps" (IRS), cioe' di scambio (swap) di flussi di cassa legati all'andamento di un tasso di riferimento (per esempio Euribor 6 mesi) e relativi ad un ammontare nozionale (Appendice E). Gli acquirenti delle banche sono stati per la maggior parte enti pubblici, piccole e medie imprese ed investitori privati (Appendice A).

La nostra esperienza di analisti quantitativi e strutturatori di titoli derivati ci permette di individuare e di spiegare i punti critici (o trucchi) insiti nei contratti derivati e piu' in generale nelle operazioni finanziarie connesse ad essi. In questi punti si nasconde la causa delle ingenti perdite rilevate dalle imprese e, diametralmente, i profitti sproporzionati realizzati dalle banche.

Finalita' distorta. Molti contratti derivati sono stati proposti e successivamente venduti ai clienti come strumenti di copertura dal rischio di rialzo dei tassi di interesse e/o dal rischio di cambio. Le imprese sono naturalmente esposte al rialzo dei tassi in quanto cio' determina un aumento del costo del capitale di debito; questi strumenti avrebbero dovuto annientare gli effetti negativi sui flussi di cassa e quindi rendere la gestione finanziaria del debito aziendale immune dalle variazioni dei tassi. In realta', in molti casi i contratti si sono rivelati speculativi, cioe' vere e proprie scommesse senza alcuna finalita' di copertura. Spesso questi contratti sono stati legati a variabili di mercato (indici di borsa, commodities, CDS) che nulla avevano a che fare con l'operativita' dell'impresa.

Complessita' dei contratti. La complessita' delle formule che definivano i pagamenti sono state tali da rendere la comprensione del contratto e la valutazione della sua idoneita' agli obiettivi aziendali assolutamente impraticabile ai non addetti ai lavori. Tale complessita' ha reso praticamente impossibile sia la comparazione delle condizioni contrattuali con forme alternative, sia il calcolo del profilo di rischio in termini di cash flows futuri.

Il processo opaco di rinegoziazione dei contratti

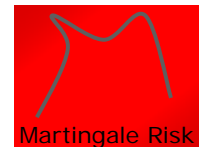
Mancanza di liquidita'. I contratti di swap, una volta eseguiti dall'impresa, non sono generalmente trasferibili ad altri soggetti e possono essere chiusi e/o rinegoziati solo con la banca originaria. Le banche hanno approfittato di questa situazione imponendo alle imprese costi e/o condizioni di chiusura particolarmente penalizzanti. In base alla nostra esperienza, possiamo affermare che attualmente, a causa della elevata concorrenzialita' raggiunta dal settore, le banche realizzano la maggior parte dei profitti nella fase di chiusura (unwinding) dello swap piuttosto che in quella di sottoscrizione. Il cliente in genere non e' pienamente consapevole delle condizioni di unwinding al momento della stipula del contratto.

Assenza di prezzi di riferimento. Il fatto che i contratti non siano scambiati in mercati liquidi implica l'impossibilita' per il cliente di avere prezzi di riferimento ai quali valutarne la convenienza in fase di stipula e successivamente il valore di mercato durante la loro vita. Il « tasso strutturato », pagato dal cliente alla banca e spesso risultante da formule matematiche complesse, rende inoltre possibile la valutazione del valore del contratto (fair value) solo agli operatori specializzati.

Rinegoziazione e copertura delle perdite. Le banche tendono a nascondere ai clienti le perdite derivanti dai contratti, in termini sia del valore di mercato (Mark to Market) che dei flussi di cassa attesi. La maggior parte delle volte propongono di chiudere i contratti originari (unwinding) e di sostituirli con nuovi contratti che ne incamerano il Mark-to-Market negativo. Tali contratti hanno pero' una probabilita' di generare flussi di cassa negativi per l'impresa ancora maggiore di quelli precedenti. Essi inoltre spesso sono basati su un valore nozionale piu' elevato, aumentando cosi' l'esposizione al rischio dell'impresa.

I nostri servizi alle imprese

Martingale Risk Ltd. Registered Office: 6-7
Ludgate Square London EC4M 7AS UK.
Registered n. 06449507.



Analisi dei contratti già stipulati: il rischio corrente

- **Capire i contratti e quali flussi di cassa implicano.**

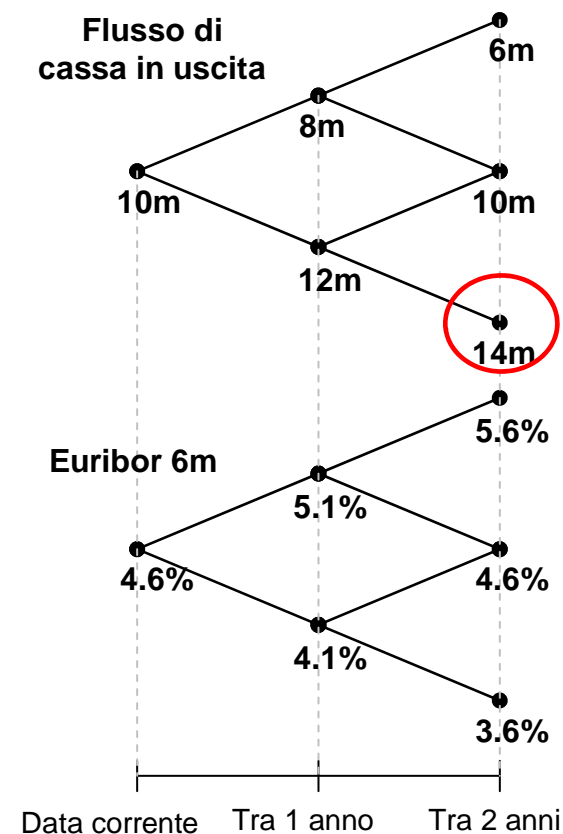
Alla Martingale Risk riteniamo che la piena comprensione dei contratti già stipulati dall'impresa con la banca sia il primo passo per una corretta gestione degli stessi. E' dunque necessario capire esattamente quali sono i flussi di cassa in uscita impliciti nei contratti e sotto quali condizioni tali flussi possono verificarsi. Sulla base dei dati correnti di mercato (curve dei tassi swap e superfici di volatilità), e' possibile inoltre calcolare l'aspettativa dell'ammontare dei flussi netti in entrata/uscita, in corrispondenza di ogni data di pagamento futura.

- **Calcolare l'esposizione al rischio corrente dell'impresa.**

Il rischio più importante riguarda il realizzarsi dello scenario in cui i flussi di cassa in uscita lievitano, bruciando così la liquidità dell'impresa. Il diagramma a destra mostra un esempio di swap legato al tasso Euribor 6M, dove l'impresa arriva a pagare fino al 40% in più dei flussi di cassa iniziali nel caso in cui l'Euribor raggiunge il 3.6%.

- **Gestione del debito.**

L'esposizione corrente e i flussi di cassa prospettici devono essere coerenti con gli obiettivi della gestione finanziaria dell'impresa. In caso contrario, occorre ridurre o eliminare l'esposizione al rischio, cancellando o riducendo il nozionale dei contratti correnti. In alcuni casi, l'uso di contratti di swap plain vanilla può essere la soluzione più semplice ed economica per chiudere posizioni. L'analisi del rischio dei derivati va effettuata sia in un'ottica individuale che valutandone l'impatto sul portafoglio dell'impresa.



Valutazione dell'idoneità dei contratti stipulati all'oggetto sociale dell'impresa

La nostra esperienza di strutturatori di derivati ci pone in una posizione ideale per valutare se i contratti stipulati in passato dalle imprese rispondono ad una effettiva esigenza di copertura dai rischi di mercato oppure se abbiano caratteristiche meramente speculative. Spesso è accaduto che operazioni inizialmente di copertura si siano trasformate nel tempo in altamente speculative, senza che il cliente ne sia stato reso consapevole della banca proponente.

La valutazione dell'idoneità dei contratti alle esigenze operative dell'impresa si basa sull'analisi della composizione del debito di quest'ultima, e in particolare dei relativi flussi di cassa in uscita. Il derivato deve essere tale da:

- Produrre flussi di cassa il cui ammontare sia proporzionato al debito preesistente.
- I profitti o le perdite risultanti dai derivati devono compensare quelli risultanti dal debito originario, reagendo inversamente rispetto alle variabili di mercato. Idealmente i derivati assicurano che la posizione di debito coperta sia indipendente dalle fluttuazioni dei mercati.
- Perché ciò accada, è probabile che il nozionale, la scadenza, la frequenza dei pagamenti e gli indici sottostanti ai derivati siano consistenti con i parametri del debito originario.
- Nel caso di derivati in valute, è necessario verificare che essi siano atti a coprire i flussi di cassa in valuta attesi dall'impresa dal rischio di cambio.

Un contratto derivato che non assolva alla funzione di copertura dal rischio si configura come speculativo e, in quanto tale, contrario con ogni probabilità all'oggetto sociale dell'impresa contraente. In tal senso si è pronunciata la giurisprudenza in alcune sentenze dove il contratto è stato dichiarato nullo e la banca tenuta a ripagare i flussi di cassa indebitamente percepiti, comprensivi degli interessi (vedi Tribunale di Bergamo, 4 maggio 2006 in Appendice D).

Valutazione dell'extra-profitto realizzato dalla banca

Le banche nel passato hanno realizzato ingenti extra-profitti nelle fasi di Sottoscrizione, Cancellazione (o Unwinding) e Rinegoziazione di contratti derivati. Gli extra-profitti delle banche, sotto forma di commissioni implicite, corrispondono specularmente alle perdite attese delle imprese, a seguito di condizioni contrattuali atte a generare con buona probabilita' flussi di cassa negativi durante la vita del contratto.

Abbiamo constatato che spesso le operazioni in derivati, specialmente se rinegoziate piu' volte, hanno dato luogo a scambi complessi di flussi di cassa tali da sfuggire alla piena comprensione dell'impresa. Per questo occorre ricostruire puntualmente, attraverso le evidenze dei contratti originari e degli addebiti/accrediti sui conti correnti dell'impresa, la storia dei flussi di cassa pagati e ricevuti per poi procedere alla valutazione della congruita' delle commissioni implicite applicate dalle banche.

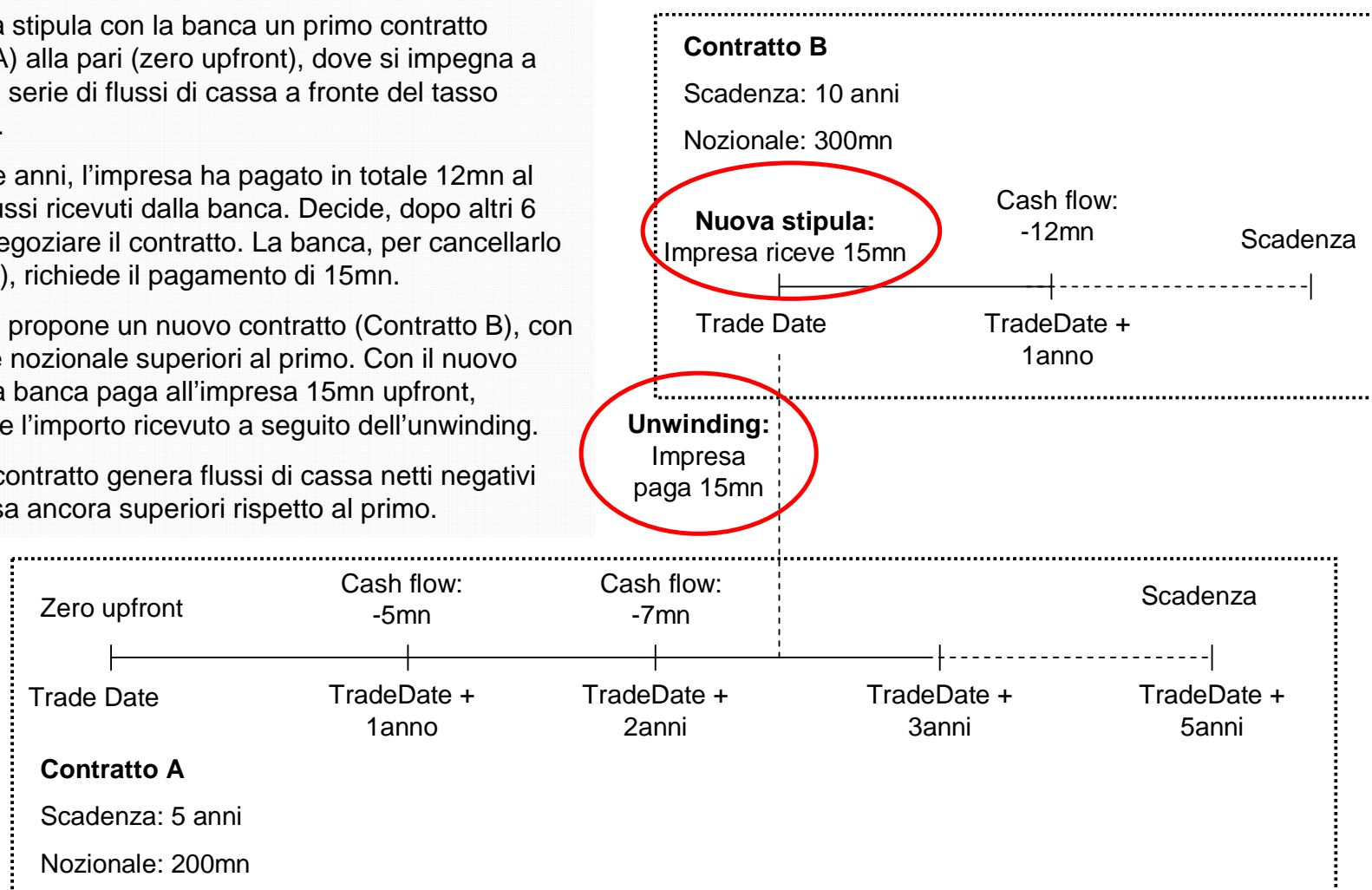
Come quantificare il danno per le imprese? Alla Martingale Risk seguiamo l'approccio di rivalutare i contratti riproducendo esattamente le condizioni di mercato che si sono realizzate alle date di sottoscrizione (Trade Date), di Unwinding e di Rinegoziazione. A tal fine, utilizziamo le curve dei tassi swap (Yield Curve) e delle superfici di volatilita' (Implied Swaptions Volatilities) osservate a tali date.

I nostri modelli proprietari. Per la rivalutazione dei contratti abbiamo sviluppato un set di modelli matematici di pricing atti a calcolare il giusto valore del contratto (fair value) ad una qualsiasi data nel passato (previa disponibilita' dei dati). La divergenza tra il fair value e il prezzo effettivamente applicato dalla banca determina l'extra-profitto di quest'ultima e quindi il danno per l'impresa.

La rivalutazione dei contratti permette quindi di quantificare le commisioni implicite attuate dalla banca verso il cliente e non dichiarate. Tali commissioni, spesso rivelatesi sproporzionate, sono state causa di citazione in giudizio delle banche da parte delle imprese.

Una situazione accaduta di frequente: Unwinding e Rinegoziiazione di uno Swap

- L'impresa stipula con la banca un primo contratto (Contratto A) alla pari (zero upfront), dove si impegna a pagare una serie di flussi di cassa a fronte del tasso Euribor 6M.
- Dopo due anni, l'impresa ha pagato in totale 12mn al netto dei flussi ricevuti dalla banca. Decide, dopo altri 6 mesi, di rinegoziare il contratto. La banca, per cancellarlo (Unwinding), richiede il pagamento di 15mn.
- La banca propone un nuovo contratto (Contratto B), con scadenza e nozionale superiori al primo. Con il nuovo contratto, la banca paga all'impresa 15mn upfront, esattamente l'importo ricevuto a seguito dell'unwinding.
- Il nuovo contratto genera flussi di cassa netti negativi per l'impresa ancora superiori rispetto al primo.



Nuovi contratti: valutazione dei rischi e del fair value

Alla Martingale Risk supportiamo l'impresa nel determinare il fair value, i rischi e le opportunita' di rendimento di ogni opzione di investimento/finanziamento prima dell'esecuzione delle operazioni. Inoltre validiamo in modo imparziale e indipendente le analisi che sono state gia' effettuate internamente all'impresa.

In particolare:

- Selezioniamo gli strumenti finanziari che rappresentano la migliore soluzione per gli obiettivi di asset/liability management dell'impresa.
- Analizziamo quali sono i rischi, in termini di flussi di cassa futuri, di ciascuna delle opzioni proposte sotto diversi scenari di tassi, volatilita' e liquidita' del mercato. In particolare, ci assicuriamo che le potenzialita' di rendimento delle operazioni siano commisurate al livello di rischio assunto e che quest'ultimo non raggiunga, anche solo eventualmente, proporzioni ingestibili.
- Una volta scelto lo strumento, puntiamo l'attenzione sul peggior scenario (worst case) e valutiamo se l'impresa sia eventualmente idonea ad affrontarlo.
- Valutiamo la nuova operazione nel contesto dell'intero portafoglio dell'impresa, individuando quale sia il suo impatto marginale sui flussi di cassa attesi nel futuro.
- Aiutiamo l'impresa a negoziare le condizioni piu' favorevoli, una volta decisa la tipologia di operazione da effettuare. Cio' puo' avvenire solo mettendo in competizione una pluralita' di intermediari e valutando il prezzo attuato da ciascuno insieme alla qualita' dei servizi post-vendita.

Appendici A - E

Appendice A

Posizioni in strumenti derivati dei soggetti residenti

	Valore nozionale (miliardi di euro)	Valore di mercato (miliardi di euro)
Banche (dati 2006)	4.723	+0,9
<i>(in % del totale attivo)</i>	<i>(222%)</i>	<i>...</i>
Enti Locali (dati 2006)	13*	-0,8*
<i>(in % dell'indebitamento)</i>	<i>(36%)</i>	<i>(-2,3%)</i>
Imprese non finanziarie		
Società quotate (dati 2005)	110	-1
<i>(in % dei debiti finanziari)</i>	<i>(69%)</i>	<i>(0,9%)</i>
Società non quotate (dati 2004)	121	-3,7
<i>(in % dei debiti finanziari)</i>	<i>(22%)</i>	<i>(0,7%)</i>

Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Consob *Dati relativi alla sola esposizione verso banche italiane. Il dato del valore nozionale è parzialmente stimato

Appendice B

Tabella dei tassi di rifinanziamento (Main refinancing operations) applicati dalla BCE alle banche (tassi ufficiali). Le Deposit facility e Marginal lending facility si riferiscono alle operazioni in depositi e prestiti overnight.

(1) From 1 January 1999 to 9 March 2004, the date refers to the deposit and marginal lending facilities. For main refinancing operations, changes in the rate are effective from the first operation following the date indicated. The change on 18 September 2001 was effective on that same day. From 10 March 2004 onwards, the date refers to the deposit and marginal lending facilities and to the main refinancing operations (changes effective from the first main refinancing operation following the Governing Council discussion), unless otherwise indicated.

Dates of settlement and amounts for outstanding open market operations, historical data are shown in Table 1.3 of the ECB Monthly Bulletin.

(2) On 22 December 1998 the ECB announced that, as an exceptional measure between 4 and 21 January 1999, a narrow corridor of 50 basis points would be applied between the interest rates for the marginal lending facility and the deposit facility, aimed at facilitating the transition to the new regime by market participants.

(3) On 8 June 2000 the ECB announced that, starting from the operation to be settled on 28 June 2000, the main refinancing operations of the Eurosystem would be conducted as variable rate tenders. The minimum bid rate refers to the minimum interest rate at which counterparties may place their bids.

Date (1)	With effect from	Deposit facility	Main refinancing operations		Marginal lending
			Fixed rate	Variable rate	
2007	13 Jun.	3	-	4	5
	14 Mar.	2.75	-	3.75	4.75
2006	13 Dec.	2.5	-	3.5	4.5
	11 Oct.	2.25	-	3.25	4.25
	9 Aug.	2	-	3	4
	15 Jun.	1.75	-	2.75	3.75
	8 Mar.	1.5	-	2.5	3.5
2005	6 Dec.	1.25	-	2.25	3.25
2003	6 Jun.	1	-	2	3
	7 Mar.	1.5	-	2.5	3.5
2002	6 Dec.	1.75	-	2.75	3.75
2001	9 Nov.	2.25	-	3.25	4.25
	18 Sep.	2.75	-	3.75	4.75
	31 Aug.	3.25	-	4.25	5.25
2000	11-May	3.5	-	4.5	5.5
	6 Oct.	3.75	-	4.75	5.75
	1 Sep.	3.5	-	4.5	5.5
	28 Jun. (3)	3.25	-	4.25	5.25
	9 Jun.	3.25	4.25	-	5.25
1999	28 Apr.	2.75	3.75	-	4.75
	17 Mar.	2.5	3.5	-	4.5
	4 Feb.	2.25	3.25	-	4.25
	5 Nov.	2	3	-	4
	9 Apr.	1.5	2.5	-	3.5
1998	22 Jan.	2	3	-	4.5
	4 Jan. (2)	2.75	3	-	3.25
	1 Jan.	2	3	-	4.5

Appendice C - Il caso Divania (*)

- Divania S.p.a. ha citato recentemente presso il Tribunale Di Bari la banca Unicredit per l'ammontare di 219 milioni di euro, ai quali si aggiungono gli interessi su tale somma maturati al 28/02/2007.
- Francesco Saverio Parisi, imprenditore pugliese di successo, **ha video-registrato di nascosto i suoi incontri con i funzionari di Unicredit** con i quali ha sottoscritto ripetutamente i contratti derivati che poi lo hanno portato al fallimento (*).
- Secondo Parisi, Divania fin dagli anni '80 aveva avuto Unicredit come banca di fiducia. Dal 2000, nella sua versione, e' stato costretto a sottoscrivere contratti derivati con la banca. Parisi dichiara: "Un dirigente della banca, però, mi confidò che le filiali avevano ricevuto l'ordine di 'fare budget con i derivati' e che mi conveniva accettare per non compromettere i normali fidi. I funzionari dicevano che non correvo rischi, perché loro avrebbero azzerato ogni perdita con nuovi contratti".
- Divania finisce nel vortice delle perdite e rinegoziazioni: dopo l'incasso delle prime somme upfront, comincia una serie di flussi di cassa negativi che pesano sul bilancio aziendale. Iniziano allora le rinegoziazioni: Unicredit accetta di cancellare i contratti solo a patto di sottoscriverne dei nuovi, per nozionali sempre piu' elevati ed esponendo Divania al rischio sempre piu' elevato di esborsi negativi. **In cinque anni Divania arriva ad esporsi per una cifra di 219 milioni di euro.**
- Unicredit fa firmare a Parisi l'autocertificazione come "operatore qualificato", secondo quanto previsto dal Regolamento *Consob n. 11522/98*. Il video tuttavia mostra chiaramente che Parisi non possiede competenze in derivati. Secondo le sentenze richiamate in [Appendice D](#), cio' e' sufficiente per dichiarare nulli i contratti e condannare la banca alle restituzione delle somme pagate dall'impresa, maggiorate degli interessi.

(*) Su questo caso, per il quale non vi e' stata ancora nessuna pronuncia di alcun tribunale, ci rifacciamo ad informazioni giornalistiche. In particolare all'articolo di Paolo Biondani dell'08/02/2008 pubblicato sul sito de l'Espresso, indirizzo: <http://espresso.repubblica.it/dettaglio/Derivati-bugie-e-vidiotape/1985327&ref=hpsp>

Appendice D – Sentenze (I)

Alcune sentenze hanno dichiarato nulli i contratti di Interest Rates Swap conclusi nel passato tra banche e imprese condannando le banche a restituire le somme ottenute dalle imprese a seguito dell'esecuzione di tali contratti. Le motivazioni piu' frequenti che abbiamo riscontrato alla base di tali sentenze sono le seguenti:

a) Autocertificazione operatore professionale

L'autocertificazione di « operatore professionale », sottoscritta dalle imprese, e' stata spesso riconosciuta nulla in quanto non supportata da fatti e/o azioni che ne supportassero l'evidenza. Il contratto stesso, a seguito di cio', e' stato dichiarato nullo.

In particolare, la sentenza del Tribunale di Torino del 18/09/2007 recita: « *La dichiarazione di cui all'art. 31, 2° comma, Reg. Consob n. 11522/98 sottoscritta dal legale rappresentante della società o persona giuridica investitrice e contenente l'attestazione di una specifica competenza ed esperienza in materia di operazioni in strumenti finanziari, può assumere valenza confessoria e sollevare l'intermediario da ogni onere probatorio in merito a condizione che la dichiarazione medesima non sia indeterminata e contenga l'elencazione di fatti (non di opinioni) effettivamente indicativi di tale competenza e di tale esperienza* ». Le altre sentenze adducono motivazioni equivalenti.

- Tribunale di Torino 18/09/2007
- Tribunale di Milano, 02/04/2004
- Tribunale di Novara, 18/01/2007

Appendice D – Sentenze (II)

b) Inadeguatezza del contratto di swap rispetto all'oggetto sociale dell'impresa.

In alcune sentenze la non riconducibilità dei contratti alla finalità di copertura dai rischi (e quindi il riconoscimento della loro finalità speculativa) ha determinato la loro contrarietà all'oggetto sociale dell'impresa contraente, determinandone l'invalidità. La sentenza del Tribunale di Bergamo, 4 maggio 2006 recita: « In sostanza, premesso che una delle più importanti distinzioni dei derivati è quella tra opzioni con finalità di copertura di un rischio e quelle con finalità di mera speculazione, si può concludere che le prime rientrano nei poteri della persona, che ha in concreto sottoscritto il contratto con la XXX, le seconde assolutamente estranee all'oggetto sociale, eccedevano i suoi poteri » e ancora « il contratto, perciò, non è valido per l'argomento deducibile dall'art. 1398 c.c., norma, che statuisce la responsabilità personale di colui che ha contrattato eccedendo dai poteri, che gli erano conferiti ».

c) Forma del contratto

Le banche spesso hanno concluso transazioni dove mancavano documenti fondamentali al perfezionamento delle stesse. Nei casi più estremi, tali documenti sono stati manomessi dopo la data della stipula. Per esempio, la sentenza del Tribunale di Milano, 07/04/2006 ha sancito che le operazioni di negoziazione di strumenti finanziari poste in essere senza la previa sottoscrizione del cd. **contratto quadro** sono nulle per violazione di norme a carattere imperativo e tale nullità è insanabile ed è rilevabile in ogni momento della causa.

Oppure, sempre riguardo al contratto quadro, la sentenza del Tribunale di Parma 10 ottobre 2007 dichiara nulli gli ordini di negoziazione posti in essere sulla base di un contratto quadro stipulato in data antecedente all'entrata in vigore delle disposizioni del TUF e che non sia stato aggiornato secondo le nuove norme relative alla Direttiva Mifid.

Appendice E – Un tipico contratto Swap

Un contratto tipico di IRS (Interest Rate Swap) prevede generalmente che l'impresa paghi alla banca un **tasso di interesse strutturato** a fronte di un **tasso variabile**.

La logica dell'operazione e' quella di trasformare l'indebitamento originario dell'impresa a tasso variabile in un debito con un tasso potenzialmente inferiore, a patto che si verifichino alcuni scenari di mercato. Il tasso strutturato che l'impresa paga alla banca viene determinato in base ad una formula matematica complessa ed e' in genere legato ad alcuni indici di mercato.

La **frequenza degli scambi** (Payment Frequency) dei flussi di cassa e' generalmente trimestrale, semestrale o annuale e la **scadenza del contratto** (maturity) puo' arrivare fino a 30 anni;

Il **tasso variabile** pagato dalla banca e' l'Euribor a 3 mesi, 6 mesi o 12 mesi e rispecchia la frequenza degli scambi. Il **tasso strutturato** e' generalmente fisso (ed inferiore a quello di mercato) per il primo anno, per poi essere legato negli anni successivi ad una formula complessa e ad un paniere di indici di mercato. Inoltre, esso spesso e' reso contingente al verificarsi di alcuni eventi di mercato.

Gli indici di mercato possono essere tassi di interesse (della curva swap), indici azionari come il Mib30, valute come il tasso USD/EUR oppure spreads come la differenza tra il tasso swap a 10 anni e il tasso swap a 2 anni. Il contratto viene strutturato in modo tale da dare l'illusione all'impresa, alla data della stipula, di pagare meno di quanto riceva dalla banca in prospettiva per gli anni futuri.

