

11 maggio 2018

IL REGOLAMENTO PRIIPs. Prime riflessioni.

Gli scenari di probabilita' e scenari di performance: dall'informazione soggettiva all'informazione oggettiva. Il costo delle operazioni, un utile informazione per la misura dell'adeguatezza.

1. Premessa.

Il Regolamento PRIIPs (Regolamento UE n. 1286/14) si colloca in un insieme di interventi normativi volti a recuperare la fiducia dei risparmiatori nei mercati finanziari, ridurre il gap informativo che pervade i prodotti finanziari più complessi, colmando all'occorrenza zone d'ombra della normativa, per conseguire una maggiore protezione dell'investitore, una migliore trasparenza dei rapporti, nonché temperare i margini di conflittualità che copiosi si sono presentati nell'ultimo decennio, determinando un significativo intervento integrativo e surrogatorio da parte della giurisprudenza.

Le implementazioni informative e disciplinari introdotte dal nuovo regolamento vengono a determinare cambiamenti di rilievo su due fondamentali tematiche che, in questi ultimi anni, sono state al centro dell'attenzione e dibattito, sia sul piano tecnico che su piano giuridico: gli scenari di probabilità ed i costi impliciti delle operazioni finanziarie strutturate.

Le complesse concettualità insite in prodotti finanziari complessi, le particolari forme contrattuali mutate dall'esperienza internazionale, le significative lacune e opacità presenti nella normativa di riferimento, hanno ingenerato diffusi travisamenti e *misunderstanding* che, alimentati spesso dal linguaggio semplicistico dei *mass media*, hanno trovato spazio nelle aule di giustizia.

L'atipicità dei contratti finanziari strutturati ha prestato il destro alla creatività dell'ingegneria finanziaria, che è talora apparsa preordinata ad accentuare l'asimmetria

informativa per meglio celare il mispricing del derivato e/o realizzare con l'*up-front* un arbitraggio disciplinare. Nelle vertenze si è assistito frequentemente ad un esasperato confronto tecnico nel quale gli aspetti matematico-probabilistici sono venuti strumentalmente piegati a confortare preordinate tesi giuridiche, richiedendo, nelle operazioni peritali disposte dal Giudice, un impegno defatigante per curare una critica disamina dei termini e criteri metodologici impiegati e fornire una corretta ed esaustiva rappresentazione: “... *se si adotta nel linguaggio comune una espressione (costi impliciti) che non ha una definizione normativa, prima di contestarne il carattere contra legem si deve cercarne nella legge e nel diritto la corrispondente nozione sostanziale. Perché il carattere contra legem potrebbe non esserci. Come infatti, nella specie, non c'è.*” (Cfr. Corte d'Appello Penale Milano, n. 1937/14).

Nei mass media, come anche in alcune posizioni assunte più recentemente dalla giurisprudenza, sono riportate affermazioni e considerazioni che confliggono apprezzabilmente con la realtà del mercato e con le risultanze alle quali la scienza finanziaria è pervenuta nella modellistica probabilistica di previsione dei prezzi futuri.

Significativi margini di trasparenza ed informazione potrebbero essere ravvisati nel nuovo Regolamento PRIIPs, purché non si cada di nuovo nei *misunderstanding* e travisamenti che hanno diffusamente pervaso i rapporti fra intermediari e clienti.

2. Scenari di performance e scenari di probabilità: contenuto di simulazione e contenuto di previsione.

La più rilevante novità è costituita dal documento informativo sintetico (KID), che accompagna l'ordinaria documentazione precontrattuale per ciascuna tipologia di prodotto e contiene, in forma sintetica, esaustiva e di facile lettura, le informazioni salienti, concernenti tre fondamentali aspetti: il rischio, il costo e le performance.

Il rilevante aspetto di novità che caratterizza la struttura del documento informativo, è costituito dalla rigorosa predeterminazione ed oggettività che informano i criteri e le metodologie di calcolo: nulla è rimesso alla valutazione dell'emittente.

Con questa impostazione si viene a mediare le opposte tesi che confrontavano i sostenitori del '*what if*' e i sostenitori degli scenari di probabilità, privilegiando la scelta degli scenari di performance, qualificando in questo modo l'informazione sui rendimenti prospettati nello scenario, nei quali prevale ampiamente la connotazione di 'simulazione' dei rendimenti, mentre debole, residuale, e comunque metodologicamente non perseguita, rimane la funzione di 'previsione' dei rendimenti.

Appare questa, a mio avviso, una distinzione fondamentale che, se non si coglie compiutamente nella sua essenza, può facilmente sollevare confusione e *misunderstanding*. In questa stessa distinzione può trovare motivo e giustificazione l'omessa indicazione dei quantili 50%, 90%, 10% e 1% previsti nei quattro scenari prospettati al risparmiatore. **Con il KID si fornisce informazione, non si presta alcunché di valutazione professionale attinente l'ambito del servizio di consulenza.**

Il contenuto previsivo degli scenari di performance risulta assai debole: coglie il contenuto informativo della storia passata, si attesta, nelle lunghe serie protratte a ritroso nel passato, su parametri di fondo, che traggono rilevanza e margini predittivi nell'ampio respiro temporale considerato, ma nulla coglie del '*sentiment*' del mercato, ricompreso nel prezzo del prodotto finanziario. *Sentiment* del mercato che non è qualificabile soltanto nel ristretto ambito 'compulsivo' delle reazioni contingenti di paura, pessimismo od ottimismo, che pur tuttavia innescano talvolta meccanismi di reazione in grado di influenzare l'andamento tendenziale del mercato. L'informazione recente e corrente, al di là delle reazioni immediate, è soggetta a pregnanti elaborazioni di più ampio respiro che tuttavia rimangono relegate nella sfera soggettiva dell'investitore, senza alcuna pretesa di obiettività e di espressione previsiva di un oggettivo scenario di probabilità.

Ne discende che gli scenari di performance guardano al passato e si basano su dati oggettivi: ancorché la metodologia di elaborazione comporti sempre, entro margini ristretti di scientificità, delle scelte discrezionali, vengono elaborati rendimenti in un contesto *risk natural*. Al contrario, gli scenari di probabilità guardano al futuro, si muovono in un contesto *risk neutral* e spesso comportano valutazioni discrezionali che, oltre l'ambito squisitamente tecnico, travalicano nell'ambito del servizio di consulenza.

La valutazione che presiede la previsione dei prezzi futuri di un derivato è sempre fortemente condizionata da aspetti di soggettività che attengono sia ai *sentiment* di lungo periodo sia alle scelte – più o meno estese in funzione delle complessità e della natura dei componenti il contratto - implicite nei modelli di calcolo adottati¹.

¹ '*At times we can lose sight of the ultimate purpose of the models when their mathematics becomes too interesting. The mathematics of models can be applied precisely but the models are not at all precise in their application to the complex real world. Their accuracy as useful approximation to that world varies significantly across time and place. The models should be applied in practice only tentatively, with careful assessment of their limitations and approximations*'. (Robert Merton, Nobel lecture, 9 dicembre 1997).

D'altra parte, il *mark to market* è tratto dalla curva dei tassi *forward* e, come la moderna teoria dimostra, da tale curva non è possibile trarre un'indicazione di previsione corretta: investitori con una diversa avversione al rischio, esprimeranno un diverso atteggiamento sulle aspettative di evoluzione dei tassi. Occorre considerare che la distribuzione di probabilità dei futuri prezzi del derivato, costruita sulla curva *forward* non rappresenta affatto una previsione dei prezzi futuri, in quanto si basa su un concetto di probabilità non reale, denominata probabilità 'neutrale' che considera pari a zero il premio al rischio, come se l'investitore fosse insensibile al rischio che caratterizza l'impiego.

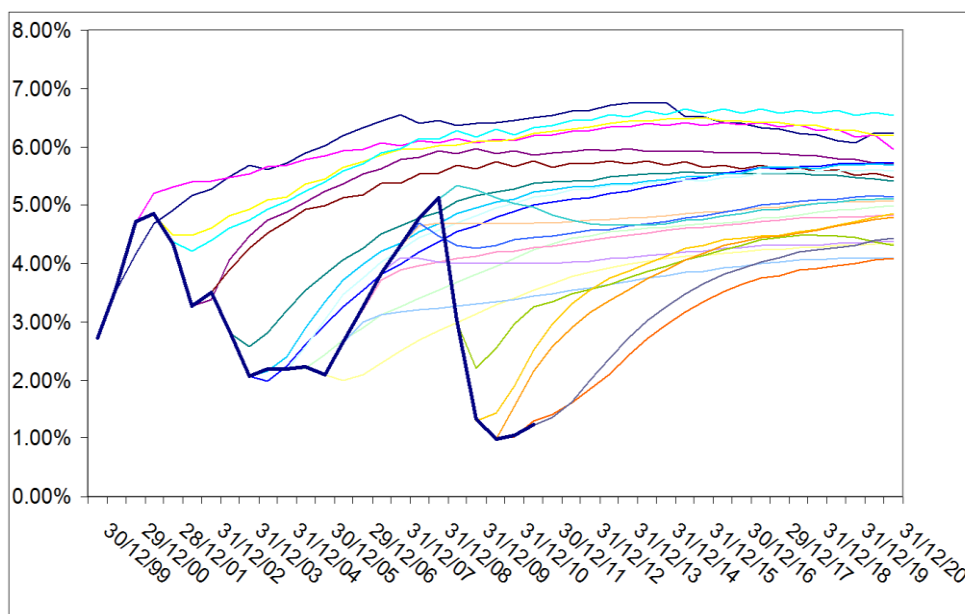
In un quadro di investimenti, il rischio può essere definito come la varianza dei rendimenti attesi e la covarianza in un portafoglio di mercato. La definizione è riferita all'aspetto oggettivo del rischio, distinto dall'aspetto soggettivo di percezione ed accettazione dello stesso. La finanza comportamentale, cogliendo l'elemento soggettivo della percezione del rischio, ha elaborato modelli descrittivi più rispondenti ai comportamenti dell'investitore: in questa lettura una perdita arreca spesso un dispiacere più rilevante del piacere di un pari guadagno; di regola un investitore preferisce un margine di guadagno del 5%, anziché un guadagno aleatorio con media 5%.²

² Negli scenari probabilistici la metodologia utilizza in *input* le volatilità implicite. L'*output* del modello è impiegato per stimare i percentili della distribuzione di probabilità della variabile "valore atteso". Si osservi che la volatilità implicita estratta dalle opzioni quotate, che in sostanza è un'approssimazione della deviazione standard attesa della distribuzione del prezzo, segue l'approccio così detto *risk-neutral*; di fatto non è la reale aspettativa di mercato su tale variabile, ciò in quanto si basa sull'ipotesi semplificatrice che tutte le attività rendano il tasso *risk-free*, cioè quello che remunera solo il tempo e non il rischio. La menzionata semplificazione è necessaria per invertire la relazione che lega il premio d'una opzione alla volatilità: tale funzione dipende anche dall'avversione al rischio media di mercato, cioè dai premi richiesti. Tuttavia, in tal modo l'inversione presenterebbe un grado di libertà: si avrebbe una sola relazione per stimare due variabili (volatilità e premio al rischio). Il problema si aggira ipotizzando che i premi siano nulli (ipotesi *risk-neutral*) e ciò consente di ottenere una misura di volatilità che è però distorta rispetto a quella naturale per via della ipotesi fatta. In tal senso, non è possibile in alcun modo utilizzare la volatilità *risk-neutral* per stimare i percentili della distribuzione. Per meglio comprendere la differenza fra *risk-neutral* e rischio naturale, si pensi alla famosa trasmissione televisiva dei 'pacchi', dove i concorrenti - ancorché pervengano aprendo i pacchi ad un'alternativa finale fra, ad esempio, un cavatappi e € 500.000, il cui valore sulla base della probabilità neutrale è pari a € 250.000 - si accontentano frequentemente di portare a casa un importo certo di € 80.000 e ancor meno. L'avversione al rischio è il fulcro fondante le valutazioni prospettive di rischio, che la probabilità neutrale non coglie. Senza trascurare, per altro, una sostanziale peculiarità: l'andamento futuro di un tasso non è propriamente assimilabile all'esito di una lotteria; in quest'ultima è possibile calcolare con certezza la probabilità di un determinato esito, mentre ogni qual volta interviene il

Occorre ridimensionare e sfatare il contenuto taumaturgico degli scenari di probabilità, ampiamente travisati dai mass media. Teoricamente è corretto impiegare le probabilità *risk neutral* per la determinazione del *fair value* ma, poiché queste non tengono conto dell'avversione al rischio, presentano uno scarso valore di previsione³. Gli scenari di probabilità si fondano sui tassi forward rivenienti da un contesto *risk neutral*.

L'assoluta inadeguatezza dei tassi *forward* a rappresentare i futuri tassi di mercato è espressa visivamente nel grafico di seguito riportato.

CURVE DEI TASSI ATTESI E TASSI EFFETTIVAMENTE RILEVATI



Nel grafico sono rappresentati in blu gli effettivi tassi riscontrati alle singole date, mentre le altre curve rappresentano la valutazione espressa dai tassi *forward* alle singole

comportamento umano la misura della probabilità assume un'opacità che viene trascesa attraverso ipotesi di base che, con intensità e misura mutabili nel tempo, entrano spesso in contraddizione con la realtà.

³ "I prezzi alla data futura simulati e le relative probabilità costituiscono esclusivamente l'estrapolazione dei possibili risultati a scadenza coerenti con l'ipotesi di neutralità al rischio e con i dati di mercato correnti, cioè essenzialmente con la volatilità implicita dell'attività sottostante. (...) nella misura in cui non si tenga conto del premio per il rischio, genera informazioni che non rappresentano previsioni di prezzi futuri e pertanto non devono essere interpretate dall'investitore come probabilità 'reali' che il prezzo del derivato ad una data futura sia superiore o inferiore a determinate soglie. (...) in definitiva, affinché gli 'scenari probabilistici' possano fornire la probabilità 'reale' di accadimento di un evento futuro e indicazioni circa la probabilità che un investitore ha di conseguire profitti e perdite su uno strumento finanziario derivato dovrebbe tener conto del premio al rischio." (G. Siciliano, Quaderni Consob, n. 74, agosto 2013).

date. Come si può osservare dalla divergenza fra i tassi effettivi e le curve prospettiche, le stime ricavate dai tassi *forward* non trovano alcuna rispondenza nelle rilevazioni *ex post*.

Come osserva G. Gallone⁴, *‘I tassi forward devono quindi essere interpretati come dei meri tassi di equilibrio del sistema finanziario, non come delle ‘previsioni’ attendibili circa l’andamento futuro del prezzo del sottostante.*

Le probabilità *risk neutral* non possono essere impiegate per ottenere una corretta previsione dei prezzi futuri essendo delle mere proiezioni coerenti con i prezzi osservati sul momento nel mercato. *L’aggregazione di tali probabilità in diverse partizioni e il calcolo dei cosiddetti scenari di probabilità, nella misura in cui non si tenga conto del premio per il rischio, genera informazioni che non rappresentano previsioni di prezzi futuri e pertanto non devono essere interpretate dall’investitore come probabilità “reali” che il prezzo del derivato ad una data futura sia superiore o inferiore a determinate soglie.*

5

Il Market Maker è ben consapevole del coacervo di alee di diversa natura (parametri di contorno, liquidità, rischio di controparte, rischio legale) che intervengono nel *pricing* di un prodotto strutturato, ben difficilmente modellabile in termini precisi: ma anche volendo fermarsi, ancor prima del prezzo, al valore del derivato, le assunzioni poste alla base del modello risultano prettamente teoriche, del tutto irrealistiche, ancorché accostate alla realtà del mercato: non è completamente vero che il mercato opera in via continuativa, non è del tutto vero che la volatilità è costante, non è del tutto vero che i rendimenti si distribuiscono secondo la distribuzione normale, non è affatto vero che non esistono costi di transazione; i livelli di approssimazione che ne discendono non necessariamente si

⁴ (G. Gallone, I contratti derivati: ‘known knowns vs unknown unknowns’, Rivista di diritto privato, 2014).

⁵ *‘In the case of interest-rate derivatives, a zero risk premium is equivalent to assuming that forward rates are unbiased predictors of future rates (this is the so-called ‘pure expectations theory’ for the term structure of interest rates). This means that investors require no compensation for the risk of unpredicted changes in future rates when buying long-terms bonds. In summary, we argue that risk-neutral probabilities are acceptable for pricing, but not to forecast the future value of an asset. Hence, probability scenarios should be calculated assuming the investors demand a risk premium to hold risky assets. Such as shares or long-term bonds (so-called ‘real-world’ probabilities). The difference between risk-neutral and real-world probability is obviously well known in the academic debate’.* (L. Giordano, G. Siciliano, Real-world and risk neutral probabilities in the regulation on the transparency of structured products, Esma, ottobre 2014).

compensano e, aggregati, possono facilmente assumere una dimensione significativa, inducendo per questa via un allargamento dello spread bid/ask.⁶

Anche per gli scenari di performance, si può con ragionevole presunzione ritenere che, mentre le valutazioni qualitative, scenario peggiore, neutrale, migliore e di stress, risultino sostanzialmente corrette, una valutazione che a queste eventualità associ la probabilità di 10%, 90% 50% e 1% potrebbe risultare propriamente non corretta. Il modello assunto a stima, inclusivo per altro del premio al rischio, si presta meglio alla

⁶ Il *fair value* iniziale, corrispondente al saldo delle due gambe dello *swap*, è la risultante di una valutazione curata attraverso modelli di stima che differiscono da intermediario ad intermediario, in funzione delle diverse ipotesi sulle variabili e i parametri di mercato, che vengono a costituire le *boundary conditions*. Vi sono delle alee di mercato che i modelli non riescono a catturare: gli operatori di mercato ne sono consapevoli, proteggendosi dai rischi di modello con vari accorgimenti del tutto soggettivi. In altri termini i risultati ottenuti dai modelli matematici di valutazione, diffusamente impiegati, non vengono meccanicamente acquisiti, bensì vengono aggiustati in funzione del contesto congiunturale del mercato in cui si opera.

Per il prezzamento delle opzioni, che spesso intervengono nei derivati più complessi, il modello sistematico e rigoroso individuato da Black, Merton e Scholes, che è loro valso il Premio Nobel, non è sempre applicabile *tout court*, se non ricorre un aderente rispetto delle *boundary conditions*. Muovendosi nell'ambito di derivati complessi, anche se è talora possibile conservare l'impianto teorico di Black, Merton e Scholes, si rende sovente necessario procedere ad aggiustamenti, 'calibrature' ed implementazioni del modello, pervenendo a valutazioni non scevre da aspetti soggettivi e frutto spesso di approssimazioni. Ai dibattiti accademici sulle metodologie che meglio calzino alle specifiche tipologie, si accompagnano sul mercato approcci diversi di valutazione; l'utilizzo di modelli proprietari, gelosamente secretati e tutelati, sin'anche di fronte all'autorità giudiziaria, è la risultante dei margini di soggettività impliciti nelle risposte che la scienza accademica viene offrendo.

'La presenza nel mercato di Volatility Smiles e di Volatility Skews ne è un primo esempio indicativo. Secondo il modello di Fisher Black, diffusamente accettato dagli operatori per prezzare opzioni vanilla su tassi d'interesse, il prezzo del 'sottostante' si presume distribuito, alla data di scadenza dell'opzione, in modo 'log-normale', e, di riflesso, i suoi rendimenti, in modo 'normale'. Nella realtà si osservano invece distribuzioni dei rendimenti del 'sottostante' in cui le code delle distribuzioni probabilistiche dei rendimenti non sono sottili come nelle distribuzioni 'normali'. Gli eventi estremi accadono, nella realtà dei mercati, più frequentemente di quanto indicato dalle distribuzioni normali. I market maker si 'proteggono' dalle potenziali imprecisioni nel pricing provocate da un'eventuale rigida applicazione delle assunzioni del modello, 'calibrando discrezionalmente gli input'. I traders aumentano infatti l'input di volatilità per opzioni con strikes maggiormente 'out of the money forward', rendendole artificialmente più costose per chi le acquista. Le volatilità su tali opzioni, infatti, non possono essere affidabilmente desunte dai prezzi delle opzioni quotate, laddove disponibili, poiché tecnicamente risentono di un vega residuale rispetto alle opzioni 'at the money forward'. (G. Gallone, I contratti derivati: 'known knowns vs unknown unknowns', Rivista di diritto privato, 2014).

individuazione di un intervallo di confidenza che ad una valutazione puntuale, che a rigore risulterebbe sostanzialmente scorretta.

In una valutazione di stima, il valore stimato è privo di significato se non si fornisce un 'intervallo di confidenza' che esprime la precisione che il modello impiegato mi permette di conseguire. Se misuro l'altezza di una montagna con il pollice, la stima di m. 4.000 risulta in sé scarsamente informativa, mentre, per l'imprecisione stessa dello strumento impiegato, più informativo e corretto risulta l'apprezzamento espresso con l'intervallo 3.600/4.400. E' l'intervallo di confidenza che qualifica la stima, fornendo il livello di approssimazione del dato incognito che rimane solo indicativo, non certamente puntualmente corretto. Se utilizzo un cannocchiale congiunto ad un goniometro che mi permette la ricostruzione del triangolo, una volta noti un lato e i due angoli adiacenti, l'intervallo di confidenza risulterà marcatamente ridotto, il valore centrale di m. 4.000 risulterà più significativo, ma pur sempre, rispetto all'incognito dato vero, parimenti probabile con gli altri valori che cadono nell'intervallo di confidenza.

Sicuramente i quantili che individuano il 10%, 50%, 90% e 1% non corrisponderanno agli effettivi quantili: quello che si può invece sostenere è che gli effettivi quantili si potrebbero ragionevolmente collocare nell'intorno di quei valori, entro un indefinito 'intervallo di confidenza'. Da qui l'opportunità di non fornire valori puntuali ma 'errati', ma fornire apprezzamenti qualitativi nei quali più coerentemente si potrà collocare l'incognito quantile effettivo, nell'evenienza che la storia futura risulti coerente con la storia passata.

Gli scenari di performance assumono in più aspetti un significato di 'simulazione' più prossimo ad un *What if* che ad un modello di 'previsione'. Assai più corretta appare questa scelta in rapporto a scenari probabilistici che, tradendo in qualche misura la lettura ad essi attribuita, presentano apprezzabili aspetti soggettivi e distorsioni metodologiche che pregiudicano sostanzialmente il valore previsionale che agli stessi si vorrebbe attribuire, con un'apprezzabile responsabilità posta in capo al consulente.

Con improprie e inesatte informazioni, i mass media hanno reiteratamente presentato gli scenari di probabilità come attendibili e corretti strumenti di previsione probabilistica dei futuri movimenti del mercato, lusingando risparmiatori e avvocati, sino anche la dottrina e la giurisprudenza alla ricerca di una soluzione carismatica delle pregnanti difficoltà di valutazione dell'alea. Con un impulsivo pregiudizio si è trascurato

che non esiste alcuna metodologia scientificamente condivisa – scevra da ipotesi e congetture soggettive che ne pregiudicano l'obiettività – che consenta di 'imbrigliare' l'alea del mercato in corrette risposdenze numeriche alle quali si possa riconoscere matematicamente un'affidabile e oggettiva valenza di scenario di probabilità'. Gli stessi Market maker, che utilizzano i tassi forward per la valutazione dei derivati, non si sognerebbe mai di impiegare la valutazione dei tassi forward per predisporre scenari di probabilità sui quali fondare le proprie scelte di portafoglio: l'alea che governa l'evoluzione dei mercati finanziari non può essere rappresentata in una deterministica distribuzione di probabilità in quanto appartiene a quella fenomenistica dei comportamenti che può essere analizzata e rappresentata solo attraverso misure di probabilità a pregnante contenuto soggettivistico, di definetiana memoria.

E' questa una asseverata realtà del mercato della quale la dottrina come la giurisprudenza dovrebbero celermente prenderne atto, senza prestare il fianco ai millantatori di una inesistente panacea dei problemi di gestione deterministica dell'alea.⁷

⁷ Non sembra propriamente corretto quanto riportato da E. Girino nell'affermazione: 'Si crea così un rischio di sensibile scollamento fra quella che è la stima del rendimento calcolata dall'intermediario e la stima, irrazionale è irrealistico, che quello stesso intermediario è oggi obbligato a trasferire al cliente'. L'intermediario non cura alcuna stima basata sugli scenari di probabilità: la gestione dell'esposizione all'alea del proprio portafoglio risponde a criteri diversi, informati per il più a principi di prudenza e soggetti a vincoli di contabilità che nulla hanno a che fare con gli scenari probabilistici. I modelli di proprietà, interni all'intermediario, sono rivolti a misurare il *fair value* del prodotto strutturato e la sua volatilità, necessari ad una propria valutazione del *pricing*, ma non si pone – soprattutto per uno specifico prodotto – alcuna previsione dei prezzi futuri. Sia lo scenario di performance che quello di probabilità non costituiscono corretti modelli di previsione. Lo scenario di performance ha dalla sua il pregio di essere costruito su valori storici che sono reali, ancorché passati, fornendo un'informazione corretta solo in una specifica è ristretta eventualità: i parametri di contorno al mercato si replicheranno analogamente al passato. L'informazione è parzialmente riferita all'eventualità di replica della storia passata, ed in questo è corretta e può dare un'informazione assai significativa in tema di confronto. Gli scenari di probabilità rappresentano invece una probabilità priva di premio al rischio, eventualità del tutto irrealistica: sono valori che riportano una distorsione in grado di inficiare significativamente ogni informazione che si voglia da essi ricavare, a maggior ragione la probabilità che il risultato cada in uno specifico intervallo.

Gli scenari di performance, come riportato nel KID non hanno la pretesa di fornire una valutazione quantitativa ma solo di fornire in apprezzamento qualitativo, condizionato all'ipotesi sotto la quale sono stati costruiti. Più che una previsione, costituiscono una simulazione, che assume significato di stima sotto le ipotesi parametriche chiaramente espresse nel prospetto. Non si vede come con tale *disclosure* possa derivare all'intermediario una qualche responsabilità se i risultati ottenuti ex post si discosteranno da quelli riportati nel prospetto, soprattutto se i

Oltremodo opportune risultano le precisazioni e i *disclaimers* che accompagnano il prospetto degli scenari di performance, aventi la specifica funzione di agevolare il confronto con altri prodotti, fugando nel contempo ogni facile affidamento della clientela a letture di ‘robusto’ contenuto previsivo: *‘Gli scenari presentati sono una stima della performance futura sulla base di prove relative alle variazioni passate non sono un indicatore esatto’*. Forse l’impiego del termine ‘simulazione’ in luogo di ‘stima’ avrebbe posto una maggiore distanza dal concetto di ‘previsione’.

D’altra parte per prodotti complessi, più che allargare l’informazione a sofisticati algoritmi di valutazione probabilistica di dubbia attendibilità, la tutela del cliente, al di là degli scenari di performance, rimane comunque ancorata ai principi di adeguatezza e appropriatezza: come per qualunque strumento sofisticato, ad esempio un Ipad, più che fornire informazioni specialistiche sulla qualità dei componenti che pochi comprenderebbero, è preferibile garantire la qualità delle prestazioni in rapporto alle esigenze del cliente.

In un Convegno sulla tutela del risparmio, ormai risalente nel tempo, riportava R. Rordorf: *“ A rischio di essere considerato provocatorio (o “politicamente scorretto”), mi chiedo fino a qual punto l’enfasi che da anni si pone sull’esigenza dell’informazione dell’investitore corrisponda ad un’effettiva esigenza di tutela del risparmiatore e di efficienza del mercato, sul presupposto che solo la completezza dell’informazione valga davvero a rendere il mercato efficiente, o se il vessillo dell’informazione non si sia viceversa in qualche misura trasformato in poco più che un idolo del foro... il cliente non professionale non solo ha minori capacità di fruirne, ma spesso neppure davvero lo desidera e si affida alla professionalità dell’intermediario proprio perché, pur non disdegnando l’investimento finanziario, ritiene più conveniente (o magari anche solo più piacevole) utilizzare il proprio tempo altrimenti che nello studio dei mercati finanziari.”*⁸

parametri di contorno del mercato si discosteranno apprezzabilmente da quelli che hanno presieduto la storia passata.

⁸ RORDORF, La tutela del risparmiatore: norme nuove, problemi vecchi, in La distribuzione dei prodotti finanziari, bancari ed assicurativi, Atti del Convegno di inaugurazione del Master universitario di I livello, Bari, 9 novembre 2007, a cura di ANTONUCCI e PARACAMPO, Cacucci, 2008

3. Operazioni di copertura e scenari di performance integrati.

Gli scenari di performance non esauriscono tutti gli elementi necessari ad effettuare una compiuta valutazione del prodotto strutturato soprattutto quando questo è funzionale ad una copertura. Del resto non potrebbe essere diversamente nel documento informativo (KID). Tuttavia lo scenario di performance che combini il prodotto strutturato con l'esposizione finanziaria da coprire potrebbe agevolmente condurre ad un scenario del tutto diverso, facilmente opposto e comunque temperato nella volatilità della performance complessiva, risultando questo l'obiettivo perseguito con il prodotto strutturato. Proprio in questo secondo scenario si misurerà l'efficienza della copertura prestata dal prodotto derivato.

La copertura è funzione del rischio che si vuole immunizzare, ma questo è un obiettivo posto al di fuori dell'operazione derivata: un medesimo swap può risultare di copertura o speculativo, in funzione dell'obiettivo perseguito⁹. Come afferma F. Caputo Nasseti, *'ciò che muta non è lo schema dell'operazione, ma le modalità con cui tale operazione si inserisce nell'economia individuale delle parti. Il contratto esaurisce la sua funzione con lo scambio dei flussi di pagamento e la causa tipica immanente che caratterizza questo contratto è appunto lo scambio dei pagamenti, che di per sé ha ragion d'essere ed ha una sua positiva funzione sociale.'*¹⁰.

Nelle ordinarie operazioni su derivati l'obiettivo non è propriamente una pura scommessa sulla modifica a proprio favore della curva dei tassi *forward*, bensì l'intento è gestire il servizio finanziario del debito, perseguendo una stabilità dei flussi di pagamento (se si paga il fisso contro il variabile) o realizzando nell'immediato economia di costi, posponendo a future scadenze le rate più gravose (se si paga il variabile contro il fisso), assumendo pienamente la variabilità dei tassi o limitando tale variabilità attraverso un *Collar* 'tarato' sulle risorse finanziarie disponibili in futuro. L'obiettivo concreto perseguito è quello di modificare il piano di ammortamento del debito sottostante, in funzione alle proprie necessità finanziarie, cogliendo le opportunità offerte dalla curva dei

⁹ *'la convenzionale distinzione fra derivato protettivo e derivato speculativo riposa su un dato esogeno al contratto, che come tale non può inficiarne l'autentica e positiva essenza, in ragione dell'altrettanto noto principio di astrattezza pura cui si informa lo strumento'*. (E. Girino, I contratti derivati, Giuffré, 2011).

¹⁰ F. Caputo Nasseti, Un salto indietro di trent'anni: swap uguale scommessa, Giurisprudenza Comm.le, Giuffré, 2014

tassi *forward* di procrastinare gli oneri maggiori del servizio del prestito e/o di cogliere le disparità fra le proprie aspettative e quelle del mercato¹¹. Certo si nutre l'auspicio che l'alea implicita nella curva *forward* volga a proprio favore ma non è propriamente questa la motivazione del contratto¹². Questa va individuata fisiologicamente nella gestione del debito.

Occorre altresì osservare che se la protezione acquisita con il derivato - ad esempio il *Collar*, spesso presente in questo tipo di operazioni – risulta in taluni scenari superflua, in quanto non si verifica il rialzo dei tassi dal quale ci si vuole proteggere, non si può ragionevolmente parlare di inadeguatezza del prodotto. Gli scenari di performance possono anche risultare tutti negativi.

Come per un premio di assicurazione contro l'incendio, si ha un costo senza controprestazione economica; ogni copertura del rischio ha un costo (*mark to market* negativo), che non può, di per sé, configurare un elemento di antieconomicità: la convenienza è riposta nella protezione dal rischio di scenari avversi; non può essere misurata *ex-post* sulla circostanza che si sia verificato o meno il temuto rialzo dei tassi. Anche il premio di assicurazione contro l'incendio è un costo, che certamente non configura un danno se l'evento non si verifica¹³.

¹¹ I tassi di interesse *forward* sono i tassi impliciti nei tassi correnti (*spot*) espressi dal mercato su più scadenze.

¹² D'altro canto non si comprenderebbe una discriminazione verso il motivo speculativo, *'posto che nell'ordinamento giuridico esso non solo non è illecito, ma è presupposto dell'attività imprenditoriale. Ben evidente appare la differenza tra la speculazione ed il gioco d'azzardo da non aver bisogno di dimostrazioni. La letteratura economica, nonostante alcuni ricorrenti interventi politici e giornalistici in occasione di ogni crisi finanziaria che cercano nella speculazione un capro espiatorio, ha avuto modo di dimostrare ampiamente il valore positivo della speculazione, la quale consente di ridurre il differenziale fra la domanda e l'offerta, rende più liquidi ed efficienti i mercati e tende a correggere i prezzi in caso di anomalie. E' stato anche messo in evidenza e dimostrato che la speculazione riduce i costi finanziari delle operazioni finanziarie.'* (F. C. Nasseti, Un salto indietro di trent'anni: 'Swap uguale scommessa!', *Giurisprudenza Comm.*, n. 2, 2014).

¹³ L'aspetto assicurativo come elemento giustificante la risultante di un *fair value* negativo non sfugge alla Corte dei Conti che, nell'audizione del maggio '15 presso la Commissione parlamentare relativa all'Indagine conoscitiva sulle tematiche relative agli strumenti finanziari derivati, riferisce: *'Per una valutazione compiuta del comportamento di un operatore che registri un fair value negativo degli strumenti finanziari derivati nel proprio portafoglio, occorrerebbe anche considerare il valore all'assicurazione di cui quel medesimo operatore ha fin qui goduto, facendo l'ipotesi più semplice, rispetto ad una variazione di tassi di interesse sfavorevole.*

Per buona parte dei derivati che hanno prodotto cospicui esborsi agli operatori economici che sono ricorsi, negli anni precedenti al '08, ad operazioni di copertura dal rialzo dei tassi, non si può ravvisare – almeno sotto questo aspetto - alcun elemento di danno, né alcuna violazione di buona fede contrattuale: financo la BCE alimentava e favoriva aspettative di rialzo dei tassi, prima che i default della *Lehman Brothers* e degli altri intermediari del mercato internazionale sconvolgessero il mercato stesso.

Nel corso degli anni 2000, ad imprese ed Enti locali che, pur non disponendo di liquidità, volevano cogliere le opportunità offerte da tassi Euribor moderati, senza tuttavia esporsi eccessivamente al rialzo dei tassi, frequentemente gli intermediari hanno proposto, a fronte di un prestito sottostante a tasso fisso, un'operazione di IRS con *Collar*, senza alcun esborso: implicitamente la cessione del *Floor* spesava sia il costo del *Cap* sia il margine di intermediazione.

Come si è descritto, uno spostamento senza limitazioni sui tassi Euribor può consentire di conseguire, di norma, una significativa riduzione dei flussi correnti ma, soprattutto su un ampio *holding period*, un rischio di volatilità del tasso pressoché indefinito. Volendo temperare il rischio di tasso, l'aggiunta del *Collar* consente di calibrare, sulle disponibilità finanziarie dell'operatore, il *trade-off* rischio assunto/flusso di pagamenti, circoscrivendo il corridoio entro il quale viene assunto il rischio di volatilità del tasso. Il *Collar*, abbinato alla conversione di un tasso fisso in variabile, presenterà un corridoio tanto più ristretto quanto più in alto si pone il *Floor*.

La presenza del *Floor* permette di realizzare l'operazione senza oneri immediati; rispetto ad un IRS *plain vanilla*, si limita al *Cap* il rischio di rialzo del tasso, ma si rinuncia ai vantaggi che potrebbero derivare da un'evoluzione flettente del mercato particolarmente favorevole. Il *Collar* è risultato per imprese ed Enti Locali idoneo a conseguire quel giusto equilibrio fra contenimento del costo e moderazione del rischio assunto. Si rinunciava a benefici estremi, rivenienti da una discesa dei tassi, ma, nel caso di un'ascesa dei tassi, si arrestava entro un limite predefinito gli oneri del debito proprio quando più dispendioso sarebbe risultato il recupero di risorse aggiuntive. Nel complesso dell'operazione di

Ovviamente il valore di quell'assicurazione deve essere considerato riferendosi al momento in cui l'operazione fu conclusa, ed alla situazione dei mercati in quel momento, alle informazioni di cui l'operatore in questione disponeva, alla specifica situazione finanziaria nella quale versa e alla percezione che di quella situazione avevano i mercati'.

ristrutturazione (prestito e derivato) gli estremi risultavano ‘cimati’: nell’effetto congiunto veniva assicurato agli oneri complessivi un limite superiore, espresso dal *Cap*, speso con l’accettazione di un limite inferiore, espresso dal *Floor*.

Presumibilmente un KID posto in essere prima del ’08 avrebbe offerto una scenario moderato e favorevole con apprezzabili risultati, cogliendo solo nello scenario di stress le risultanze sfavorevoli che tuttavia si sono effettivamente realizzate con gli eventi intervenuti successivamente.

L’operazione di *Collar*, se non si presta particolare attenzione alla complessiva operazione di ristrutturazione (prestito e derivato), può dar luogo ad un singolare equivoco. Per la costruzione stessa dell’operazione, il *Collar* produce flussi negativi per l’operatore proprio nelle eventualità favorevoli, nelle quali il costo del debito si riduce e, viceversa, produce flussi positivi nelle eventualità sfavorevoli, nelle quali si innalza il costo del debito. **Può apparire un paradosso, ma nell’operazione di *Collar* la posizione migliore per il debitore si ha proprio quando i tassi flettono e il derivato genera flussi negativi.**

Un esempio può essere di aiuto: si abbia un debito di € 10 mil.ni a tasso variabile parametrato all’Euribor pari al 3,90%, che viene coperto da un *Collar* dato dai parametri: *Floor* 2,5%, *Cap* 4,5% (contro Euribor flat).

1° Scenario: l’Euribor scende all’1%. Il Comune ha un flusso negativo sul *Collar* di € 150.000 (netting di un flusso negativo di € 250.000 ed un flusso positivo di € 100.000) e paga sul debito l’1%, pari a € 100.000. Complessivamente l’esborso è pari a € 250.000.

2° Scenario: l’Euribor sale al 6%. Il Comune ha un flusso positivo sul *Collar* di € 150.000 (netting di un flusso negativo di € 450.000 ed un flusso positivo di € 600.000) e paga sul debito il 6%, pari a € 600.000. Complessivamente l’esborso è pari a € 450.000.

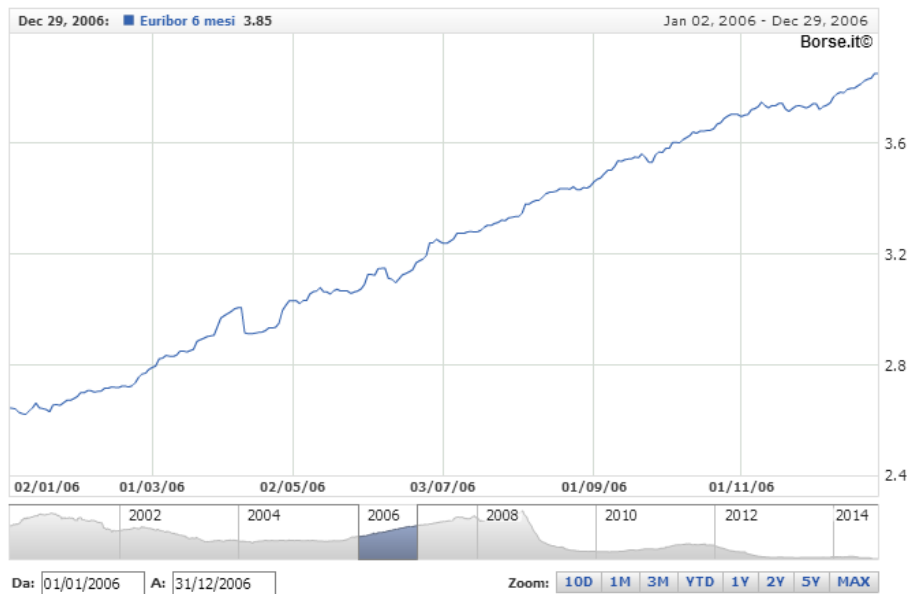
Come si vede nell’esempio, l’esborso sul derivato è più che compensato dalla riduzione del debito, mentre l’introito dal derivato va a compensare in parte il maggior esborso del debito. E’ questa la funzione del *Collar*: rispetto al costo corrente del debito al momento dell’operazione, il beneficio derivante da una riduzione dei tassi si arresta al *Floor*, mentre il maggior costo derivante da un’ascesa dei tassi si arresta al *Cap*.

Con l’apparente paradosso che la situazione di minimizzazione dei costi del debito si realizza proprio quando il derivato presenta flussi negativi per l’operatore per il Comune e, al

contrario, la massimizzazione dei costi del debito si realizza proprio quando il derivato presenta flussi positivi per l'operatore per il Comune.

Soprattutto in presenza di tassi Euribor moderati la rinuncia indotta dal *Floor out of the money* può risultare ben compensata dalla copertura del rischio di un rialzo di imprevedibile misura.

Nel corso del 2005/2006, con un valore dell'Euribor che nel biennio cominciava a segnalare una ascesa sostenuta, l'attenzione era rivolta più a temperare il rischio di un esagerato rialzo del tasso, che avrebbe messo in serie difficoltà il servizio del debito sottostante, che a preservare i benefici di un eventuale ribasso del tasso, che appariva invece alquanto improbabile. Nel 2006 venivano poi maturando attese di una lievitazione del tasso di inflazione, che alimentavano un *trend* crescente dell'Euribor che raggiungerà livelli superiori al 5% nell'ottobre del '08.



La BCE, particolarmente attenta al tasso di inflazione e alle aspettative di inflazione, aveva già iniziato dalla fine del '05 ad inviare al sistema segnali di rialzo nei tassi di finanziamento.

Se si osservano i tassi di rifinanziamento (*rate tender*) del periodo si riscontra una serie continua di rialzi dello 0,25% dal dicembre '05 all'ottobre '08, con reiterati segnali di allarme, diffusi dalla BCE, di rischio della stabilità dei prezzi (Cfr. Allegato 1).

Sino al bollettino di ottobre '08 la stessa BCE prospettava uno scenario di ascesa dei tassi.

La situazione di disordine dei mercati finanziari, esplosa ad inizio autunno del '08, ha imposto un'inversione degli interventi, operando rapidi e successivi ribassi dei tassi, per poi proseguire su questo *trend* sino ai giorni nostri.

I bollettini mensili della BCE, posti a cavallo dell'estate '08, forniscono l'evidenza dell'imprevedibile mutamento del mercato e della rapidità degli interventi di inversione dei tassi adottati dalla BCE, che hanno accompagnato d'appresso la caduta pressoché verticale dell'Euribor (Cfr. Allegato 2).

Sino al luglio del '08 gli obiettivi della BCE risultavano risolutamente attestati sulla stabilità dei prezzi; il presidio di tasso sulle principali operazioni di rifinanziamento veniva per la nona volta rialzato di *25 basis points*.

All'8 di ottobre, anticipando i provvedimenti ordinariamente adottati a fine mese, la BCE interviene con una significativa riduzione di *50 basis points* sia nel tasso di rifinanziamento sia nelle *lending facility*, seguita a breve distanza di giorni da un'ulteriore riduzione di *75 basis points*: la circostanza non ha precedenti.

L'Euribor 6M, dopo aver toccato il 5,45% il 9/10/08 subisce un rapido crollo sino al 2,77% nei tre mesi successivi, per scendere ulteriormente, sotto l'1% nel corso del '09.



Andamento storico Euribor 6M periodo 2005-12. Fonte: Bloomberg.

Nella tendenza espressa dal mercato, nel periodo dal 2005 all'ottobre 2008, gli operatori economici, imprese ed Enti locali, protetti da un *Collar*, con un tasso Euribor sospinto oltre il limite superiore del corridoio, stavano cogliendo l'obiettivo di presidiare il servizio del debito sottostante dai rischi di una sostenuta ascesa dei tassi. Con l'imprevisto crollo dei tassi Euribor che è seguito, il costo del debito risultava drasticamente ridotto e il *Collar* entrava in posizione negativa. Il *Collar* ha esplicato nella circostanza, in entrambe le direzioni, la funzione per la quale è stato affiancato al prestito.

La radicale e imprevedibile inversione verificatasi a partire dall'autunno del '08 ha comunque favorito gli operatori che avevano contratto il *Collar* sul debito, che hanno beneficiato della riduzione dei tassi sino al limite inferiore del *Collar*, senza tuttavia poter beneficiare degli ulteriori ribassi oltre il *Floor*.

Per un debito sottostante a tasso fisso, con un IRS *plain vanilla*, senza la protezione del *Collar*, certamente *ex post* i margini di riduzione del flusso di spesa sarebbero risultati significativamente maggiori: come dire che, visto che la casa non si è incendiata, si poteva risparmiare il premio di assicurazione¹⁴.

Se non fosse intervenuta la crisi dei mercati e l'imprevedibile inversione di tendenza, che ha colto di sorpresa gli operatori di mercato, gli investitori e la stessa BCE, i tassi avrebbero presumibilmente proseguito la loro ascesa, il *Collar* avrebbe prodotto flussi positivi per gli operatori economici, imprese ed Enti locali, a scapito tuttavia di un innalzamento del costo del debito complessivo.

Sulla base delle risultanze sopra descritte - salvo altre e diverse criticità - non appare affatto ascrivibile all'intermediario l'eventuale perdita maturata sui derivati, né tanto meno possono dedursi dalle circostanze descritte indizi che possono far ravvisare artifici e raggiri volti a realizzare reati di truffa.

¹⁴ Il radicale abbassamento dell'Euribor ha destato presso taluni Enti locali il disappunto per quelle forme di protezione del debito (*Collar*), nelle quali il *floor* finanzia il *cap* e quindi non consentono di beneficiare completamente della riduzione dei tassi. Le carenti e poco trasparenti disposizioni normative hanno motivato poi, nel ricambio dei vertici delle amministrazioni locali, un diffuso ricorso alle azioni legali, sospinti in questo anche dalle rigide quanto tardive posizioni assunte sul tema dalla Corte dei Conti (cfr. nota 125, pag. 118).

4. I costi dell'operazione, un significativo valore aggiunto per la misura dell'adeguatezza dell'operazione.

Un aspetto di apprezzabile significatività sul piano informativo, offerto dai KID è rappresentato dalla circostanziata prospettazione, accanto agli scenari di performance, dei costi totali dell'operazione, associati all'impatto sul rendimento.

L'accostamento di queste distinte informazioni è suscettibile di fornire un pregnante valore aggiunto informativo, sia per le operazioni di copertura, che per quelle meramente speculative e pur anche in quelle speciali operazioni finanziaria che, attraverso l'inserimento di *up-front* di anomala dimensione, assumo prevalentemente una funzione di finanziamento. Il grado di trasparenza che – in termini assoluti e percentuali - si consegue distinguendo e accostando i costi ai risultati, permette di apprezzare l'incidenza dei primi sui secondi, agevolando significativamente le valutazioni di opportunità dell'operazione, di adeguatezza della stessa, di meritevolezza degli interessi perseguiti, nonché aspetti salienti nella valutazione della causa concreta.

Ancor più che in passato, la chiara esplicitazione dei costi, accostata ai possibili risultati – i primi certi, i secondi aleatori – induce un contributo di trasparenza di apprezzabile portata, 'sfatando', la presunta asimmetria nella ripartizione dell'alea, fra intermediario e cliente, che in buona parte dei contratti derivati di fatto non c'è. Il costo del servizio insiste in termini certi e determinati ad ogni scadenza sul saldo dei flussi: l'alterazione indotta nell'importo liquidato può modificare sostanzialmente l'equilibrio delle prestazioni dovute ad ogni scadenza.

Non si pone un problema di equilibrio nella ripartizione dell'alea, l'equilibrio va ricercato nel costo del servizio in rapporto alla prestazione aleatoria che l'operazione è suscettibile di fornire, che si riversa giuridicamente sul piano dell'adeguatezza del prodotto. Per esprimere meglio il concetto, è come se il croupier al casinò, per il servizio prestato alla roulette, anziché acquisire le vincite all'occorrenza dello zero, imponesse 2 euro di commissione per ogni 10 euro di puntata, a prescindere dall'esito: l'alea del gioco rimane invariata – 50% per il rosso e nero, 1/36 per l'estrazione secca del numero – lo squilibrio si pone nel rapporto fra il costo del servizio e la misura della puntata. Tornando ai derivati, se la volatilità dell'alea non è sufficientemente ampia, quale che sia l'esito del

mercato, il cliente potrebbe non avere mai la possibilità, anche con un esito positivo, di sopravanzare i costi del servizio.

In buona parte delle sentenze degli ultimi anni si travisa in uno squilibrio dell'alea contrattuale ciò che invece è uno squilibrio dei costi dell'operazione rispetto ai flussi, circostanza che presumibilmente non è stata adeguatamente rappresentata al cliente. La criticità rimane sul piano distinto della trasparenza ed adeguatezza dell'operazione.

In alcune circostanze è la complessità stessa del prodotto che rende antieconomici i costi di produzione rispetto ai possibili risultati attesi: un'architettura complessa e sofisticata che partorisce il topolino porta benefici solo al produttore. Altre volte è la presenza di significativi *up-front* di finanziamento che comportano necessariamente il 'caricamento' ad ogni scadenza di un apprezzabile importo costante che, fondendosi con l'esito aleatorio del derivato, può indurre continui saldi a debito del cliente: anche in questo caso l'alea rimane invariata e, se la volatilità del prodotto strutturato non è ampia, il saldo può sistematicamente rimanere a debito del cliente. La presenza nel KID di una circostanziata informazione sui costi totali e sull'incidenza nel rendimento annuo può agevolmente mettere in luce il rapporto fra il costo dell'operazione e dell'eventuale finanziamento dell'*up-front* nei possibili esiti dell'operazione stessa.

Nel mercato degli *swap* le transazioni tra operatori professionali si realizzano su prestazioni corrispettive aleatoriamente alla pari, senza alcun aggiustamento di *up-front*, né vi sono operazioni o combinazioni nelle quali è funzionale l'impiego di *up-front*, salvo esigui aggiustamenti ai margini. Impiegata alla stregua di un prodotto assicurativo, la funzione di copertura del rischio, che sovente accompagna lo *swap*, è più consona al pagamento di un premio che all'incasso di un *up-front*.¹⁵ Usualmente non vi è commistione tra finanziamento e operazione di copertura e/o speculativa, rispondendo i due aspetti a distinte esigenze.

L'inserimento dell'*up-front* è servito a vincere le resistenze che gli intermediari incontravano nel collocamento dei derivati presso gli operatori meno qualificati. Per un

¹⁵ " (...) a prescindere dal tipo di strumento finanziario sottostante, *Swap*, *opzione*, ecc., l'*up-front*, in sé, non ha nulla a che vedere con il perfezionamento di un contratto derivato. Ove fosse presente – all'interno di un contratto derivato – dovrà avere una autonoma ragione economico giuridica, ben esplicitata, per non rischiare la dichiarazione di nullità in un eventuale giudizio per assenza di causa." (Lembo, La rinegoziazione dei contratti derivati. Problematiche giuridiche, Il nuovo diritto, 2007).

tessuto imprenditoriale di imprese medio-piccole, caratterizzato da un basso livello di patrimonializzazione e una sospinta carenza di credito, l'associazione di *up-front* ai derivati ha costituito l'elemento premiante le campagne di *marketing* per un loro capillare collocamento. Nei frequenti casi di rimodulazioni (*unwinding*) di *swap*, l'*up-front* è venuto non di rado a costituire l'elemento fondante l'operazione stessa¹⁶.

Ad un dato *up-front*, fissato l'*holding period* e la cadenza dei flussi, corrisponde un determinato *spread* sul tasso convenuto, che si riversa per un predeterminato importo sul saldo periodale, associato indifferentemente ad una maggiorazione del flusso a carico del cliente o ad una riduzione del flusso a carico dell'intermediario. Onado, in un suo lavoro, riporta: "*l'up-front può essere visto, per chi lo riceve alla stipula del contratto, come un valore attualizzato dei flussi maggiori che si pagheranno in futuro rispetto alla controparte*"¹⁷; ma che cos'è questo se non un finanziamento?

Con riferimento al saldo, l'erogazione di un *up-front*, nelle modalità ordinariamente impiegate dagli intermediari nelle operazioni di *Interest Rate Swap*, induce una lievitazione del *mark-up*, determinando un ricarico uniforme, a debito dell'operatore, su tutto il flusso periodale, atto a rifondere all'intermediario il finanziamento erogato con l'*up-front*, i relativi interessi, oltre alla commissione per il servizio prestato. La curva dei flussi attesi, e quella dei flussi che si determineranno effettivamente, subisce uno *shift* costante a favore dell'intermediario.

¹⁶ "Non occorre dimostrare la debolezza di quella giurisprudenza degli interessi che tende a riconoscere che la clausola, i cui effetti sarebbero vietati, tuttavia si sottrarrebbe alla nullità in ragione del suo c.d. assorbimento funzionale all'interno di una più ampia pattuizione. Questo, infatti, non è il caso dei contratti derivati rinegoziati, conclusi sulla scorta dell'erogazione dell'*up-front*, dato che l'accredito iniziale e la restituzione di una maggior somma a titolo di restituzione e di interessi non favoriscono né rafforzano, ma semmai limitano o escludono in radice, quella dipendenza dall'andamento del sottostante – l'alea – di cui la funzione del tipo sociale del contratto derivato, comunque la si declini sul piano dei motivi, è tratto caratterizzante. In chiave di c.d. assorbimento funzionale, è semmai la causa dei contratti derivati rinegoziati che resta assorbita nella causa del finanziamento, al pari del contenuto del contratto derivato rinegoziato, le cui formule, invece che riflettere la dipendenza dal sottostante, sono piegate all'esigenza di assicurare all'intermediario di recuperare il finanziamento e di trarne profitto. Un 'mutuo fra giocatori', non già come un tempo viziato per l'estensione ad esso dell'illiceità del giuoco, bensì, sebbene funzionale ad un gioco lecito, illecito esso stesso." (D. Maffei, Contratti derivati Over The Counter, intervento al Convegno 'I contratti di finanza derivata. Problematiche giuridiche e tecniche. Milano 14-15 ottobre 2011).

¹⁷ M. Onado, Economia e regolamentazione del sistema finanziario, Il Mulino, 2008 Bologna.

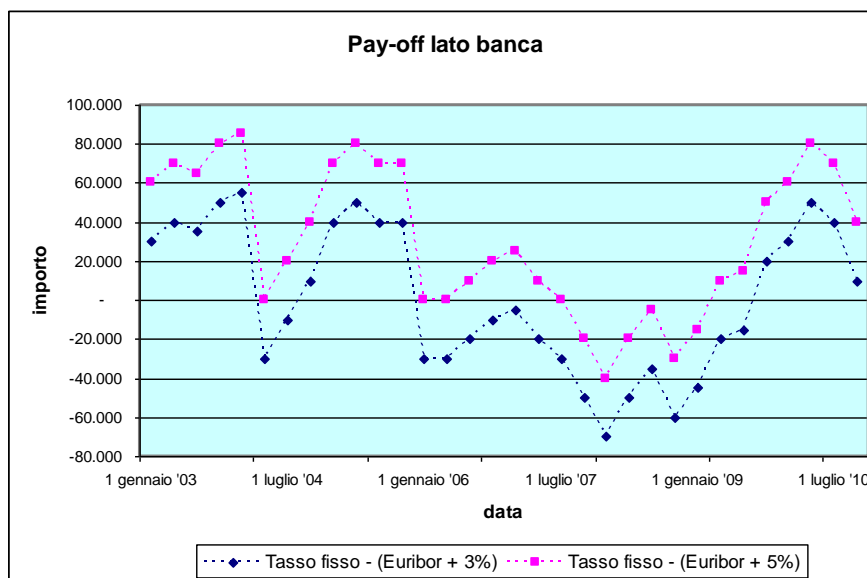
Nessuna condizione contrattuale prevede esplicitamente un obbligo dell'operatore a restituire l'importo relativo all'*up-front*, più semplicemente viene 'rincarato' il saldo dei flussi per ricomprendere il pagamento del capitale inizialmente erogato, in un piano di rimborso ad un tasso di interesse distinto da quello dello *swap* e commisurato al merito di credito del cliente. Questo piano di rientro è certo e determinato, mentre la componente pura dello *swap* continua a rimanere aleatoria, rendendo incerto il flusso risultante dalla commistione delle due componenti, finanziamento e *swap*.

Riporta Girino: "*L'erogazione dell'up-front tuttavia (...) si accompagna ad una modifica delle condizioni ordinarie del contratto in senso peggiorativo' per il cliente. (...) non potrebbe ragionevolmente concludersi che il predetto meccanismo di (presunto) recupero sia tale da conferire all'erogazione dell'up-front natura di sostanziale finanziamento: proprio perché il relativo 'obbligo' di rimborso non sarebbe azionabile dalla banca, ma semplicemente di fatto ottenibile solo nel caso in cui la sua previsione originaria risultasse confermata.*"¹⁸.

Sembra sfuggire nella riflessione riportata da Girino che, quale che sia l'andamento dell'Euribor, lo *spread* rimane immutato e al più l'onere del rimborso del finanziamento si viene a compensare con i flussi della gamba a credito.¹⁹ In un ordinario *Interest Rate Swap*, lo *spread* sull'Euribor è un valore certo: non è aleatorio, bensì è 'un tasso fisso'. Espresso in termini di *spread*, commisurato al nozionale, quando viene rapportato in equivalenza finanziaria, all'importo dell'*up-front*, si configura come un ammortamento a rata costante di un finanziamento. L'erogazione dell'*up-front* si accompagna sì ad **un peggioramento delle condizioni ma non aumenta il rischio, nel senso che la volatilità non cresce**: più semplicemente si aggiunge un tasso fisso (ad esempio, *spread* +200 punti base), che ha propriamente la funzione di garantire il recupero del capitale erogato con l'*up-front* con i relativi interessi; i 200 punti base che sono stati aggiunti, calcolati sul nozionale e reiteratamente riconosciuti ad ogni scadenza, vengono a costituire la rata fissa, certa e determinata, dell'ammortamento, per la quale è di agevole calcolo il tasso praticato.

¹⁸ E. Girino, I contratti derivati. pag. 474, Giuffrè 2010.

¹⁹ Nel valutare la natura dell'*up-front* occorre tuttavia distinguere le semplici operazioni di *swap plain vanilla* dalle operazioni più complesse nelle quali intervengono opzioni.



Se un pagamento è riferito ad un tasso aleatorio, l'alea non aumenta se si aggiunge una costante al tasso. Solo se lo *spread*, anziché additivo, fosse fissato in proporzione all'Euribor, cioè in termini moltiplicativi, l'alea si estenderebbe anche allo *spread*. Non risulta, in generale, corretto sostenere che “*l'up-front costituisce un pagamento immediato a favore del cliente in ragione dell'accettazione di un rischio maggiore*” (Corte d'Appello Trento 5/3/09, ilcaso.it): il rischio non aumenta, aumenta solo il costo²⁰.

Diversa è la situazione nella quale l'*up-front* viene conseguito attraverso la costruzione di operazioni derivate più complesse che ricomprendono, tra l'altro, la negoziazione di opzioni. In tali circostanze potrebbe non configurarsi alcun finanziamento: al premio percepito (*up-front*) potrebbe corrispondere la cessione di un'opzione con conseguente assunzione di rischio²¹. Le ricorrenti operazioni di *swap* con opzioni *collar*,

²⁰ De Nova in un suo lavoro (I contratti derivati come contratti alieni, in rivista di diritto commerciale, 2009) si pone la domanda: “*il secondo contratto derivato sconta la circostanza che il primo contratto derivato si prospetta negativo per il cliente, con un incremento dell'alea a carico del cliente rispetto al primo contratto. Sino a che punto ciò può giustificare lo squilibrio tra le parti quanto all'alea assunta?*”. Anche in tali circostanze è opportuno non confondere l'alea con una maggiorazione, certa e definita, del costo, posto a carico dell'operatore, attraverso uno *spread* fisso aggiunto al tasso variabile.

²¹ Taluni contratti IRS esotici ricomprendono, a fronte dell'*up-front*, la vendita di un'opzione, ma se questa è articolata in una successione scadenzata di opzioni, collegate funzionalmente ad un tasso riferito al nozionale, si ricrea, anche in questa tipologia di derivato, un ammortamento, seppur incerto ed aleatorio, a rimborso del capitale e dei relativi interessi.

poste in essere dagli Enti locali, presentano spesso connotazioni miste, riferibili ad entrambe le tipologie menzionate.

Nelle ordinarie operazioni di IRS risulta invece di immediata evidenza la natura di finanziamento dell'*up-front* che trova nella maggiorazione del tasso aleatorio un rimborso commisurato al capitale erogato e allo specifico tasso di interesse, implicito nella maggiorazione stessa e valutato coerente con il merito di credito del cliente. In tali circostanze l'obbligo restitutorio risulta commisto al contratto aleatorio, ma non è eventuale o aleatorio: anche con un Euribor pari a zero (o negativo!) lo *spread* permanerebbe certo e invariato²².

Nell'usuale operazione di *swap*, sia in sede di *unwinding* che di prima sottoscrizione, con l'*up-front* si configura un finanziamento dell'intermediario, al quale corrisponde un rimborso distribuito nel tempo, usualmente certo e predefinito, ancorché occultato nella commistione con il derivato. Poiché il *mark-up* adottato dagli intermediari, di norma, è costituito da uno *spread* additivo, commisurato al nozionale in essere a ciascuna scadenza del flusso, la restituzione dell'*up-front* finanziato assume la veste di un ammortamento a rata costante. Lo *spread* aggiunto – commisurato al nozionale dell'operazione che, di regola, è un multiplo dell'*up-front* – viene a corrispondere alla rata costante (o proporzionale se il nozionale è decrescente nel tempo) necessaria all'ammortamento dell'*up-front* finanziato, oltre alla remunerazione del servizio. Concettualmente occorre tenere separate le due operazioni, l'una commutativa e l'altra aleatoria: la parte aleatoria rimane circoscritta allo *swap*, mentre il rimborso assume la natura di una costante che non altera il rischio posto a carico dell'operatore.²³

²² Da un punto di vista teorico si possono concepire anche derivati con *up-front* legato ad un piano di rimborso del tutto aleatorio; in tali circostanze, scomponendo l'operazione nei prodotti elementari che la compongono, si possono riscontrare opzioni, *swap* ed un piano ordinario di rimborso.

²³ Girino afferma che: "Se correttamente si ritiene che l'*up-front* sia un'anticipazione del valore attualizzato di flussi che, sulla base della ragionevole previsione dell'andamento futuro dei tassi, siano destinati ad essere incassati dal cliente, diviene altrettanto corretto concludere che tale anticipo debba essere recuperato nella complessiva economia del contratto."; ritiene tuttavia che "in tale contesto, posto che l'*up-front* paga immediatamente ciò che il cliente dovrebbe incassare in futuro, il recupero del suo ammontare attraverso una variazione delle condizioni originarie del derivato deve ritenersi in sé lecito, ma solo nella stretta misura in cui tale alterazione possa condurre a tale recupero. E la capacità di quella variazione di pervenire ad un siffatto riequilibrio delle posizioni finanziarie delle parti andrà apprezzata esattamente con lo

L'*up-front*, ragguagliandosi spesso a percentuali modeste del nozionale, ma ad importi ragguardevoli rispetto al flusso finanziario atteso nella componente pura dello *swap*, finisce per modificare sostanzialmente il flusso a saldo delle due gambe del derivato.

Considerando un puro *swap*, privo di *up-front*, per un contratto a cinque anni, di nozionale € 1.000, con un margine di intermediazione dello 0,20% in ragione d'anno, si avrebbe un tasso fisso del 4,18% (tasso di mercato 3,98%) a carico del cliente, contro l'Euribor a carico dell'intermediario. Nella tabella si è posto a raffronto questo *swap* base al 4,18%, con i differenti tassi *swap* che rivengono nel caso sia previsto un *up-front* pari distintamente a € 50, € 100 e € 300, finanziato all'8%.

Swap con up-front					
Swap	Nozionale: € 1.000		Durata: 5 anni		
			Pagamento semestrale		
	Up-front	€ 0	€ 50	€ 100	€ 300
	Cliente paga	4,18%	5,41%	6,65%	11,58%
	Banca paga	Euribor 6M	Euribor 6M		
	Mispricing base (su nozionale)	0,91%	0,91%	0,91%	0,91%
Mispricing aggiunto (su nozionale)	-	0,63%	1,25%	3,76%	
Margine di intermediazione (su nozionale)	0,91%	1,54%	2,17%	4,68%	

Misprice base = costo transazione + mark-up

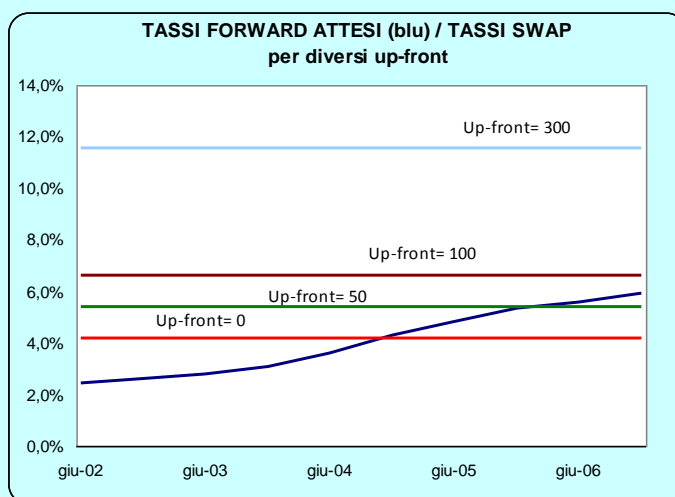
Come si evidenzia, per conseguire, oltre al recupero del capitale, una remunerazione dell'8% sul finanziamento implicito nell'*up-front* - necessario all'intermediario per coprire il rischio di credito assunto - il tasso *swap* a carico del cliente subisce

stesso criterio (curva dei tassi) e nella stessa prospettiva temporale (arco di ragionevole visibilità ammesso dalle metodologie più accreditate), attraverso la quale e nella quale si sia stimato il valore di MtM (nel caso di *up-front* finalizzato al recupero della perdita) o il valore del flusso atteso (nel caso di un *up-front* versato a inizio contratto)".

Ma il MtM del derivato, inizialmente e successivamente, è dato dal valore attuale delle due gambe, ottenuto scontando i flussi attesi, a debito e a credito, con la medesima curva dei tassi ricavata dagli *swap*. Al contrario, per calcolare la correzione che occorre operare per recuperare l'*up-front*, l'intermediario nel determinare i maggiori flussi posti a carico del cliente utilizza un tasso di sconto più elevato del tasso *swap* di un derivato *par*, commisurandolo al merito di credito del cliente finanziato: non conseguirebbe altrimenti per l'importo erogato la debita copertura del rischio di controparte. La maggiorazione che l'intermediario apporta al tasso, nell'architettura del contratto, non può essere finanziariamente neutra, cioè equivalente all'*up-front*.

significativi incrementi anche per valori moderati di *up-front*. La maggiorazione del tasso *swap* e l'implicito margine di intermediazione risulteranno tanto più elevati quanto minore è il merito di credito, più ristretto il periodo del contratto, più elevata la quota di *up-front* in rapporto al nozionale.

Lo squilibrio contrattuale (*mispricing*), corrispondente al divario fra il prezzo praticato (4,18%) ed il *fair value* (3,98%), per lo swap di base è pari a € 9,1, necessari a coprire il servizio di intermediazione. In presenza di un *up-front*, avendo posto il costo del finanziamento pari all'8%, contro un tasso *swap* del 4,18%, il menzionato divario si amplifica, dovendo il *mispricing* ricomprendere la maggiorazione del tasso occorrente a coprire il rischio di credito connesso all'*up-front* finanziato.



Dal confronto dei diversi tassi *swap*, corrispondenti agli *up-front* considerati, con la curva dei tassi *forward* attesi (in blu), si può rilevare che, già con un *up-front* di € 50, pari al 5% del nozionale, il tasso *swap* (altri colori) a carico del cliente, risultante dalla maggiorazione, conduce ad un flusso di saldi attesi pressoché costantemente a debito.

Pay off - lato Banca												
Semestri		t ₀	I sem.	II sem.	III sem.	IV sem.	V sem.	VI sem.	VII sem.	VIII sem.	IX sem.	X sem.
Swap con Up front=50	Pay off atteso (attualizzato)	0,0	14,6	13,5	12,6	11,0	8,4	5,1	2,7	0,3	-0,8	-2,0
Swap con Up front=100	Pay off atteso (attualizzato)	0,0	20,7	19,5	18,5	16,8	14,2	10,7	8,2	5,6	4,4	3,1
Swap con Up front=300	Pay off atteso (attualizzato)	0,0	45,1	43,6	42,2	40,1	37,1	33,1	30,1	27,0	25,2	23,2

Anche in uno *swap* privo di *up-front* si avrà, nei confronti di una controparte *retail*, un'alterazione dei tassi (0,20% nell'esempio). Con lo *swap* si pone in essere un impegno di credito/debito che si protrae nel tempo, con un apprezzabile rilievo del rischio di controparte, che si riflette nello *spread* che separa il prezzo dal *fair value*: tale *spread* rappresenta la necessaria copertura dei costi di insolvenza che statisticamente si presentano nell'attività di negoziazione degli *swap*.

Senza separare la natura di finanziamento dell'*up-front* dalla natura aleatoria dello *swap* non si perviene a spiegare lo squilibrio delle prestazioni contrattuali che inevitabilmente interviene con una controparte *retail*. Nella commistione delle due operazioni si perde la diversa funzione assunta dal tasso, nella parte più propriamente riferita all'operazione di *swap* da quella distintamente riferita al rischio di controparte. **Se non si coglie la distinzione, si riconduce lo squilibrio delle prestazioni all'alea contrattuale anziché alla componente commutativa riferita al finanziamento e si perviene facilmente a soluzioni che, secondo talune posizioni dottrinarie, arrivano a ravvisare la mancanza della causa del contratto: in realtà le cause concrete sono fuse in un unico negozio, vanno scisse e valutate distintamente.**²⁴

²⁴ La Commissione Europea, occupandosi dei contratti di *swap* con *up-front* (*off-market swaps*) in sede di rilevazione dei deficit dei governi (*Excessive Deficit Procedure*), ha rilevato la distinzione fra la componente di finanziamento e la componente propriamente aleatoria: "*Lump sums exchanged at inception on off-market swaps should be classified as loans (AF.4) under ESA 1995, with an impact on the Maastricht debt when the lump sum is received by government. Off-market swaps are to be partitioned in the ESA 1995 balance sheet into a loan component and a regular (at-the-money) swap component*". Anche il GASB in un suo documento del 28/4/06 (*Preliminary view N. 26-4P Accounting and financial reporting of derivatives*) in relazione agli '*off-market swaps*' precisa: "*the up-front payment of the off-market swap is a borrowing that the government has committed to simultaneously upon entering into an at-the-money swap. As a loan, the liability associated with the up-front payment would be reported at its historical price. (...) The liability is amortized over the life of the swap. (...) The derivative should be reported separately from companion instrument and measured at fair value*".

"*Swap are generally agreed using the current market fixed interest rate observable at inception, with the consequence that the market value is zero at inception ('par swaps'). Cases of swaps with a nonzero market value at inception exist; these are often called 'off-market' swaps, and a lump sum payment at inception is to be paid by one party to the other. (...) The back-to-back issue of an off-market swap with a matching regular swap creates a cash inflow now (or the reverse), against fixed cash outflows later (or the reverse). In this case, it seems difficult not to consider that, in such an arrangement, a loan has been contracted between the two parties. The question is however how to record a plain off-market swap. Such a swap can either be interpreted as a single swap, or alternatively as a back-to-back swap together with a matching regular swap (thus, a third swap). Though apparently artificial and convoluted, this last*

Nel margine di intermediazione di uno *swap*, la parte prevalente del *mark-up*, certa e predeterminata, è in genere assorbita dalla copertura del rischio di credito insito nei flussi aleatori dello *swap*. In presenza di un *up-front* un ulteriore *spread*, certo e predeterminato, viene considerato nel tasso dell'operazione di *swap* (aggiunto alla gamba del cliente o sottratto alla gamba dell'intermediario), per il maggior rischio connesso al finanziamento erogato.

In taluni *swap* la presenza di un *up-front* arriva a determinare una struttura contrattuale nella quale i flussi di pagamento dell'intermediario – al netto di quelli posti a carico del cliente – risultano probabilisticamente assai remoti e/o modesti: in tali circostanze la componente finanziamento è prevalente e il flusso si configura come il pagamento della rata di rimborso del finanziamento corretta per il più modesto flusso aleatorio riveniente dalla componente di *swap*. In tali circostanze viene svilita la funzione connaturata al *genus* del contratto, il quale risulta deviato a realizzare, attraverso una forma atipica, un finanziamento.²⁵

presentation has nonetheless the advantage to reasonably capture the essence of the intention behind the lump sum Contracting parties entering swaps aim at exposing themselves to a risk (including in order to hedge another risk), and they do so using the market references applicable (e.g. the fixed rate). Using a different rate implies a lump sum, which suggests that the intention and the nature of the transaction is or can be seen different. It would therefore seen appropriate, from an economic analysis perspective, to consider that the lump sum is in fact borrowing, in the form of a loan F.4, with the implication that the stream of interest payments later on would be partitioned in ESA 1995, between a loan reimbursement (F.4) component and a genuine flow of derivative (F.34) component. In the balance sheet, there would be two entries: a loan position AF.4 falling over time to zero, and a derivative position AF.34, with an initial zero value, reflecting the movement of the off-market swap itself (net of the loan). The loan position is a liability of the party that receives the lump sum, while the derivative position may appear either on the asset or on the liability side, depending on the profile of streams of payments and on holdings gains/losses incurred to date.” (Eurostat Guidance on accounting rules for EDP. Financial Derivatives 13/3/08).

“Swap agreements providing for up-front yield adjustment or other nonperiodic payments from a non-US party to a US party may be treated by the IRS as loans to the US person if those payments are ‘significant’. If so, a portion of the payments from the US to the non US party will be US-source interest potentially subject to a 30-percent withholding tax”. (Memorandum. New US Tax Representations for Schedule to ISDA Master Agreement.).

²⁵ *“Come una vendita senza prezzo, o con prezzo simbolico, non è una vendita, in quanto manca un elemento essenziale del contratto, così lo swap con una prestazione simbolica non è un swap, in quanto manca di un elemento essenziale del contratto e cioè lo scambio di due flussi di pagamento”* Caputo Nasseti, Profili civilistici dei contratti derivati finanziari, Giuffrè, 1997.

In altri contratti *swap* la presenza dell'*up-front* è invece accompagnata da un più significativo scambio di rischio, con liquidazione di un differenziale aleatorio: le due componenti fuse in un unico flusso determinano alterne movimentazione finanziarie, seppur, per la necessaria compensazione dell'*up-front*, prevalentemente a carico del cliente.

La presenza dell'*up-front* non trova giustificazione alcuna, né nella costruzione dello *swap*, né in particolari esigenze o opportunità di mercato. Non sussiste alcun collegamento funzionale dell'*up-front* con lo *swap*, non ravvisandosi alcuna connessione necessaria che ne giustifichi la presenza²⁶. In queste circostanze è il *genus* del contratto che ne determina la causa? Oppure occorre riferirsi al principio di prevalenza ed accertare se la funzione dello scambio domini o meno la funzione di finanziamento? Oppure ancora coesistono con pari rilievo le due finalità nel medesimo contratto?

Se, in assenza di una individuazione circostanziata e definita dell'oggetto del derivato, si lasciano liberi i confini di espansione del tipo, si rischia di attrarre nella normativa del TUF operazioni e prodotti propri di altre discipline: esemplare è il caso dei CDS, sottratti alla normativa assicurativa con i risvolti a cui abbiamo assistito in questi ultimi anni.

Non può trascurarsi la circostanza che il contratto *swap*, ancorché nominato all'art. 1 del TUF (D. Lgs. 58/98), rimane un contratto atipico, soggetto al vaglio di causalità e liceità previsto dall'art. 1322 c.c..

L'intermediario valuta il rischio di credito insito nel contratto di *swap*, in termini di *spread*, alla stregua di un ordinario finanziamento. Risultando tecnicamente possibile distinguere, per ogni operazione di *swap*, l'elemento di finanziamento implicito sul quale l'intermediario commisura la copertura del rischio di credito potrebbe essere conseguito un pregnante elemento di trasparenza, soprattutto in presenza di un *up-front*, esplicitando il tasso corrispondente che viene caricato al cliente per l'*up-front*, così da renderlo più

²⁶ "L'*up-front* è assimilabile ad un finanziamento di cassa finalizzato a coprire la minusvalenza che il cliente non può pagare chiudendo l'operazione (e non genera ricavi per il cliente)". (Lembo, La rinegoziazione dei contratti derivati. Problematiche giuridiche, Il nuovo diritto, 2007).

facilmente confrontabile con l'analogo rischio di credito caricato sul tasso degli ordinari finanziamenti²⁷.

E' del tutto equivalente, ad esempio, da un punto di vista finanziario, con un tasso *swap* del 4,18% su cinque anni, convenire un *swap* al 7,23% con *up-front* di € 100, oppure contrarre un finanziamento quinquennale di € 100 al 17% ed un puro *swap* al tasso di mercato del 4,18%.

Swap			Scomposizione Swap		
Swap	Nozionale € 1.000	durata 5 anni	Swap	Nozionale € 1.000	durata 5 anni
	Up-front: € 100	pagamento semestrale		Cliente paga	4,18%
	Cliente paga	7,23%		Banca paga	tasso Euribor 6M
	Banca paga	tasso Euribor 6M		Margine di intermediazione (su nozionale)	0,91%
	Mispricing base (su nozionale)	0,91%	Finanziamento	Finanziamento di € 100	durata 5 anni
	Mispricing aggiunto (su nozionale)	3,91%			pagamento semestrale
	Margine di intermediazione (su nozionale)	4,82%		rata costante pari a € 15,24 (tasso: 17%)	

Attualmente, con una soglia d'usura del 16,73% per i 'finanziamenti alle imprese e alle famiglie', le condizioni prospettate nello *swap* sopra riportato configurerebbero l'usura.

Appare funzionale e corretto considerare lo *swap* con *up-front* la risultante della combinazione di un finanziamento e di un *swap par*, tenendo distinta e separata la natura commutativa da quella aleatoria del contratto. Ne consegue di riflesso che non si può prescindere dagli inderogabili principi che presidono la formazione del contratto, la necessaria trasparenza delle condizioni di finanziamento e il debito rispetto delle soglie d'usura.

Finanziariamente potrà risultare complesso ma, in generale, è sempre possibile operare la scissione della componente aleatoria da quella commutativa, determinando il flusso corrispondente all'*up-front* e, distintamente, quello aleatorio connesso allo *swap par*. Se non si coglie questa distinzione, si viene a rimettere ad aspetti formali la

²⁷ Cfr. E. Barone, Derivati e usura: l'utilizzo delle opzioni nella ricostruzione di negozi in frode alla legge, Riv. Trim. Dir. e Ec., 2010, Vol. II, 110-124.

determinazione di uno iato tra la normativa del credito e la normativa dei servizi finanziari, con potenziali zone di elusione nei grigi tratti di confine.

Allegato 1

Key ECB interest rates (levels in percentages per annum; changes in percentage points)			
With effect from:		Main refinancing operation:	
		Variable rate tenders	Change
		Minimum bid rate	
		Level	
2005	6 Dec.	2,25	0,25
2006	8 Mar.	2,50	0,25
	15 June	2,75	0,25
	9 Aug.	3,00	0,25
	11 Oct	3,25	0,25
	13 Dec.	3,50	0,25
2007	14 Mar.	3,75	0,25
	13 June	4,00	0,25
2008	9 July	4,25	0,25
	8 Oct.	4,25	0,00
	9 Oct.	4,25	0,00
	15 Oct.	3,75	-0,50
	12 Nov.	3,25	-0,50
	10 Dec.	2,50	-0,75
2009	21 Jan.	2,00	-0,50
	11 Mar.	1,50	-0,50
	8 Apr.	1,25	-0,25
	13 May	1,00	-0,25
2011	13 Apr.	1,25	-0,25
	13 July	1,50	-0,25
	9 Nov.	1,25	-0,25
	14 Dec.	1,00	-0,25
2012	11 July	0,75	-0,25
2013	8 May	0,50	-0,25

Source: ECB

Bollettino July 2008 Editorial, p.5

At its meeting on 3 July 2008, the Governing Council of the ECB decided, on the basis of its regular economic and monetary analyses, to raise the minimum bid rate on the main refinancing operations of the Eurosystem by 25 basis points to 4.25%. (...)

The Governing Council's decision was taken to prevent broadly based second-round effects and to counteract the increasing upside risks to price stability over the medium term. *HICP inflation rates have continued to rise significantly since the autumn of last year. They are expected to remain well above the level consistent with price stability for a more protracted period than previously thought. (...)*

The economic fundamentals of the euro area are sound. Against this background and in full accordance with its mandate, the Governing Council emphasises that maintaining price stability in the medium term is its primary objective and that it is its strong determination to keep medium and long-term inflation expectations firmly anchored in line with price stability.

Press Release October 8 2008

The Governing Council of the ECB, **by means of teleconferencing**, has taken the following monetary policy decisions:

- The minimum bid rate on the main refinancing operations of the Eurosystem will be reduced by 50 basis points to 3.75%, with effect from the main refinancing operation to be settled on 15 October 2008.
- The interest rate on the marginal lending facility will be reduced by 50 basis points to 4.75%, with immediate effect.