
**Parere del Consulente tecnico di BNL sulla
“Nota Tecnica nell’interesse di Unicredit S.p.a.”
del prof. Massimiliano Celli**

24 aprile 2026

PROF. ALBERTO INCOLLINGO
ORDINARIO DI ECONOMIA AZIENDALE
DOTTORE COMMERCIALISTA – REVISORE LEGALE
VIA S. MERCADANTE, 8 - 00198 ROMA TEL. 06.80.69.13.92 – FAX 06.85.35.86.59

INDICE

1.	OGGETTO DELL'INCARICO	3
2.	BREVE RICOSTRUZIONE DELLA VICENDA	4
3.	LA CONGRUITÀ DELL'OFFERTA ECONOMICA	7
3.1	SULLA PRESUNTA DISOMOGENEITÀ STRUTTURALE DEI PARAMETRI DI COSTO E RICAVO ..	9
3.2	SULLA PRESUNTA INCOERENZA TRA IL TASSO OFFERTO DA BNL E LA PROPRIA STRUTTURA DI MARGINE DI INTERESSE.....	16
3.3	SULL'ASSERTITA ALEATORietà DELL'OFFERTA ECONOMICA DI BNL	17
3.3.1.	L'ARTIFICIOSA SOVRASTIMA DEL TASSO OFFERTO AL FONDO	18
3.3.2.	I COSTI OMESSI NEL PIANO FINANZIARIO: MANODOPERA E ALTRE VOCI DI COSTO ..	20
3.3.3.	LA GIACENZA MEDIA INDICATA DA BNL IN OFFERTA	23
4.	CONCLUSIONI	30

1. Oggetto dell'incarico

La Banca Nazionale del Lavoro SpA (di seguito anche “BNL”) ha richiesto al sottoscritto Prof. Alberto Incollingo, Professore Ordinario di *Economia Aziendale* dell'Università degli Studi della Campania Luigi Vanvitelli, Professore a contratto di Contabilità e bilancio nell'Università Luiss Guido Carli di Roma, iscritto all'Albo dei Dottori Commercialisti di Roma, Rieti, Civitavecchia e Velletri al n. AA_006824, ed iscritto nel Registro dei Revisori Legali al n. 30345 con D.M. 12/4/1995 – G.U. n. 31 bis del 21/4/1995, un parere sulla Nota tecnica nell'interesse di Unicredit S.p.a. a firma del Prof. Massimiliano Celli del 27 marzo 2026, con particolare riferimento alle deduzioni in merito alla congruità dell'offerta economica formulata da BNL per il servizio quinquennale di cassa da svolgersi presso il Fondo Pensioni Sicilia, in seguito al ricorso proposto da Unicredit SpA (di seguito anche “Unicredit” o anche “ricorrente” oppure “controparte”) innanzi al Tribunale Amministrativo Regionale per la Sicilia.

La presente relazione tecnica, attraverso l'analisi della complessiva documentazione di gara relativa a l'“*Affidamento quinquennale del servizio di cassa del fondo Pensioni Sicilia*”, è finalizzata a contro dedurre a quanto eccepito dalla ricorrente al fine di esprimere un parere tecnico sull'adeguatezza del prezzo offerto nell'offerta economica di BNL ai fini dello svolgimento del servizio secondo le modalità previste dal capitolato speciale d'appalto.

2. Breve ricostruzione della vicenda

La Regione Sicilia ha esperito una procedura telematica aperta di gara ai sensi dell'art. 71 del D. Lgs. 36/2023 ("Codice dei contratti pubblici"), ai fini della selezione dell'operatore economico cui affidare il servizio di cassa del Fondo Pensioni Sicilia, articolato in un unico lotto.

Il bando ha previsto come criterio di selezione quello dell'offerta economicamente più vantaggiosa sulla base dell'elemento di prezzo o di costo, ai sensi dell'art. 108, co. 2, del Codice dei contratti pubblici.

L'importo complessivo a base d'asta, calcolato per la durata di 5 anni è stato quantificato per un importo complessivo pari ad € 750.000,00, IVA esente ex art. 10 del D.P.R. n. 633 del 1972. L'importo comprensivo di proroga contrattuale ex art. 120, comma 10, D.Lgs 36/2023, proroga tecnica (6 mesi) ex art. 120, comma 11, quinto d'obbligo ex art. 9 del D.Lgs 36/2023, è di € 1.125.000,00, come di seguito meglio rappresentato (Fonte: Disciplinare di gara, pag. 12):

Importo complessivo quinquennale a base d'asta	€ 750.000,00
Opzione ex art. 120, comma 10, D.Lgs 36/2023 (proroga contrattuale)	€ 150.000,00
Opzione ex art. 120, comma 11, D.Lgs 36/2023 (proroga tecnica 6 mesi)	€ 75.000,00
Opzione ex art. 120, comma 9, D.Lgs 36/2023 (quinto d'obbligo)	€ 150.000,00
Valore globale stimato dell'appalto	€ 1.125.000,00

Il servizio comprende l'esecuzione di tutte le operazioni connesse alla gestione delle entrate e delle spese dell'Ente, nonché l'amministrazione dei titoli e dei valori di sua pertinenza.

Nello specifico, rientrano nel servizio le seguenti attività principali:

- la riscossione delle entrate disposte o autorizzate dall'Ente;
- l'esecuzione dei pagamenti ordinati dallo stesso;
- la custodia e amministrazione di titoli, valori mobiliari e altre disponibilità finanziarie;
- la tenuta dei conti correnti necessari alla gestione operativa.

In data 22 dicembre 2025 la Commissione avviava l'apertura dei plichi contenenti le offerte dei n. 2 operatori economici partecipanti (BNL e Unicredit). La Commissione,

dopo l'esame della documentazione amministrativa prodotta, prendeva atto che l'offerta economica di Unicredit in termini di corrispettivo omnicomprensivo era pari all'importo a base d'asta (€ 725.000,00) e quella di BNL pari ad € 0,05. Unicredit conseguiva, pertanto, punti zero, mentre BNL otteneva il massimo previsto, pari a dieci punti.

La Commissione esaminava quindi l'offerta del tasso creditore sulle giacenze di cassa, applicando, per l'attribuzione del punteggio, la formula prevista dal disciplinare. Così facendo Unicredit otteneva punti 77,61, mentre BNL punti 90.

Al termine delle verifiche effettuate, la Commissione, tenuto conto dei punteggi attribuiti, sulla base dei criteri e delle formule previste dal Disciplinare di gara, selezionava la migliore offerta identificandola in quella formulata da BNL, a cui veniva attribuito un punteggio pari a 100/100, di cui 10 per il corrispettivo omnicomprensivo e 90 per l'offerta sul tasso creditore annuale sulle giacenze di cassa che ammontava a + 0,11% a titolo di spread applicato alla media riferita al mese precedente del tasso Euribor tre mesi. Al secondo posto della graduatoria si classificava la ricorrente Unicredit con un punteggio pari a 77,61/100 di cui zero per il corrispettivo omnicomprensivo e 77,61 per l'offerta sul tasso creditore annuale sulle giacenze di cassa che ammontava a - 0,19% a titolo di *spread* applicato alla media riferita al mese precedente del tasso Euribor tre mesi.

Il Presidente, rilevata l'apparente anomalia dell'offerta dell'aggiudicataria, ne disponeva la valutazione ai sensi dell'art. 110 del d.lgs. 36/2023.

Su richiesta del RUP, BNL forniva i giustificativi richiesti a sostegno della piena affidabilità e congruità dell'offerta economica; giustificativi che venivano positivamente valutati. Pertanto, con decreto dirigenziale n. 5 del 19 gennaio 2026 il Dirigente responsabile dell'Ufficio Speciale "Centrale Unica di Committenza per l'Acquisizione di Beni e Servizi" dell'Assessorato dell'Economia ha aggiudicato il servizio a BNL.

A fronte del regolare svolgimento della procedura di gara e del sub-procedimento di verifica della presunta anomalia dell'offerta, Unicredit, classificatasi seconda in graduatoria, interponeva ricorso giurisdizionale avverso il provvedimento con cui la Regione Sicilia aveva aggiudicato a BNL il servizio oggetto di gara.

In particolare, Unicredit contesta la presunta insostenibilità e inaffidabilità dell'offerta dell'aggiudicataria.

Nei paragrafi che seguono ci si sofferma, nello specifico, sulle contestazioni mosse da parte ricorrente sugli elementi dell'offerta economica formulata da BNL e sui giustificativi resi in sede di verifica di anomalia dell'offerta, allo scopo di verificare se il prezzo offerto da BNL sia congruo e sufficiente a svolgere il servizio secondo le modalità previste nel capitolato di gara.

3. La congruità dell'offerta economica

Come noto, nel caso in cui l'offerta economica che ha ottenuto il miglior punteggio in sede di gara possa apparire anormalmente bassa ai sensi del meccanismo di calcolo previsto dall'articolo 54 del D. Lgs. 36/2023, l'operatore economico, su richiesta della Stazione Appaltante, è tenuto a fornire spiegazioni sul prezzo o sui costi proposti nelle offerte per dimostrare la congruità, serietà, sostenibilità e realizzabilità dell'offerta.

La *ratio* del *sub* procedimento di verifica dell'anomalia è quella di accertare la serietà, la sostenibilità e la sostanziale affidabilità della proposta contrattuale, in maniera da evitare che l'appalto sia aggiudicato a prezzi eccessivamente bassi, tali da non garantire la qualità e la regolarità dell'esecuzione del contratto oggetto di affidamento.

Sul punto, l'ANAC ha affermato che la disciplina delle offerte anomale contenuta nel Codice dei Contratti Pubblici deve essere interpretata in coerenza con i principi comunitari e, in particolare, con l'articolo 69 della Direttiva n. 2014/24 secondo cui *“l'amministrazione aggiudicatrice valuta le informazioni fornite consultando l'offerente”*, quindi garantendo il pieno contraddittorio con l'impresa anche, se necessario, mediante più passaggi, nella forma ritenuta più opportuna, volti a chiarire i profili ancora dubbi o in contestazione dopo la presentazione delle iniziali giustificazioni scritte. Sono pertanto ammessi contraddittori orali tra operatore economico e Stazione Appaltante al fine di chiarire le note giustificative rese per iscritto. Infatti, il procedimento di verifica di anomalia è avulso da ogni formalismo, essendo improntato alla massima collaborazione tra l'amministrazione appaltante e l'offerente, quale mezzo indispensabile per l'effettiva instaurazione del contraddittorio ed il concreto apprezzamento dell'adeguatezza dell'offerta.

Con riguardo all'oggetto del procedimento di verifica, la norma specifica che le spiegazioni apportate dagli operatori economici potranno riferirsi all'economia del processo di fabbricazione dei prodotti/servizi o del metodo di costruzione, alle soluzioni tecniche prescelte o alle condizioni particolarmente agevolate di cui può godere l'offerente, all'originalità dei servizi proposti.

Le spiegazioni o giustificazioni dell'offerta consistono nell'illustrazione dei motivi economici e tecnici che hanno consentito all'operatore economico di praticare un determinato ribasso e servono alla Stazione Appaltante per valutare se lo sconto offerto risulti sostenibile. In altre parole, sono tese a dimostrare che l'offerta sia seria ed affidabile

e, quindi, tale da consentire il corretto adempimento di tutti gli obblighi previsti nel contratto d'appalto.

Sostanzialmente il concorrente dovrà dimostrare alla Stazione Appaltante che il prezzo offerto è sufficiente a svolgere il servizio secondo le modalità previste nel capitolato di gara e, se presente, dell'offerta tecnica presentata. Dovranno essere indicate tutte le voci di costo relative al servizio oggetto d'appalto e gli utili attesi, ovvero esplicitato il conto economico sotteso all'offerta presentata.

L'ANAC, recependo una nutrita giurisprudenza in tal senso¹, ha evidenziato che la verifica della congruità di un'offerta ha natura globale e sintetica, vertendo *sull'attendibilità* della medesima nel suo insieme e quindi sulla sua idoneità a fondare un serio affidamento sulla corretta esecuzione dell'appalto, onde il relativo giudizio non ha *“per oggetto la ricerca di singole inesattezze dell'offerta economica”* (in questo senso: Cons. Stato, III, 9 ottobre 2018, n. 5798; V, 24 agosto 2018, n. 5047).

In sostanza, il corretto svolgimento del procedimento presuppone, da una parte, l'immodificabilità dell'offerta, ma, dall'altra, l'ammissibilità di giustificazioni sopravvenute e di compensazioni tra sottostime e sovrastime, purché l'offerta risulti nel suo complesso affidabile al momento dell'aggiudicazione e a tale momento dia garanzia di una seria esecuzione del contratto.

È pertanto possibile per l'operatore economico, all'interno del procedimento di verifica, apportare modifiche nelle eventuali successive note giustificative alle singole stime delle voci di costo precedentemente indicate, fermo restando l'immodificabilità del prezzo complessivo offerto in sede di gara. Ciò proprio perché, come precedentemente detto, il procedimento di verifica di anomalia non ha per oggetto la ricerca di specifiche e singole inesattezze dell'offerta, ma si sostanzia in un accertamento circa l'attendibilità ed affidabilità dell'offerta nel suo complesso.

Nel prosieguo della trattazione ci si soffermerà sulle eccezioni mosse nel ricorso promosso da controparte, e nello specifico nell'allegata relazione tecnica resa dal prof. Massimiliano Celli con riferimento ai seguenti aspetti:

- la presunta disomogeneità strutturale dei parametri di costo e di ricavo;

¹Cons. di Stato, V, 8 giugno 2018, 3480; Sez. IV, 22 marzo 2013, n. 1633, 23 luglio 2012, n. 4206; Sez. V, 11 giugno 2014, n. 2982, 20 febbraio 2012, n. 875; Sez. VI, 24 agosto 2011, n. 4801, 21 maggio 2009, n. 3146;

- l'asserita incoerenza tra il tasso offerto dalla BNL e la propria struttura di margine di interesse;
 - l'asserita aleatorietà dell'offerta economica di BNL in merito al tasso offerto al Fondo Pensioni Sicilia e ai costi omessi nel piano finanziario (manodopera e altre voci di costo);
 - l'asserita aleatorietà della giacenza media indicata da BNL in offerta.
- Si esaminano di seguito le questioni sopra elencate.

3.1 Sulla presunta disomogeneità strutturale dei parametri di costo e ricavo

Il Consulente tecnico di Unicredit (d'ora innanzi anche "CT") sostiene che il piano finanziario presentato da BNL a giustificazione dell'offerta sarebbe *"affetto da un'anomalia metodologica di carattere strutturale"* in quanto *"il margine di intermediazione bancario ipotizzato si baserebbe su parametri temporalmente e finanziariamente incompatibili"*.

In particolare, il CT sostiene che il piano finanziario sarebbe fondato su assunzioni incompatibili con l'Asset & Liability Management bancario (in seguito anche "ALM"), che rappresenta un principio di sana e prudente gestione, oltreché un obbligo normativo vincolante².

Secondo la tesi del CT, mentre l'Asset & Liability Management impone che le attività (impieghi) siano finanziate con passività di durata adeguata, nel piano finanziario di BNL *"una passività a vista – quale è per definizione il saldo di un conto corrente, esigibile in qualunque momento – non può giammai finanziare stabilmente un investimento con scadenza 4-5 anni"*.

Il rilievo si fonda sul fatto che BNL ha indicato quale fonte di ricavo del piano finanziario gli interessi attivi rivenienti da *"l'investimento in strumenti a rischio minimo, quali i titoli di Stato, di durata analoga al servizio in argomento. Il titolo preso a riferimento è il Cct-Eu Tv*

² Per Asset & Liability Management (ALM) si intende, in estrema sintesi, la gestione coordinata di attività (impieghi, investimenti) e passività (raccolta, debiti) per mantenere l'equilibrio finanziario nel tempo e controllare i principali rischi (in particolare rischio di tasso d'interesse e rischio di liquidità). In altri termini, l'Asset Liability Management, nel contesto degli intermediari finanziari, può essere definito come il processo integrato e continuativo di pianificazione, gestione e controllo congiunto delle poste dell'attivo e del passivo di bilancio, volto a ottimizzare la struttura finanziaria complessiva mediante l'analisi sistematica dei flussi di cassa attesi su attività e passività, la misurazione delle esposizioni ai rischi di tasso di interesse, di liquidità e di trasformazione delle scadenze e la definizione e attuazione di politiche di copertura e di riequilibrio. L'ALM opera, dunque, come funzione di governo complessivo del profilo rischio-rendimento del bilancio, coordinando le scelte di raccolta, impiego, durata e tasso delle poste patrimoniali con la gestione della liquidità e dei rischi finanziari di medio-lungo termine.

Eur6m+0,75% Ot30 Eur codice ISIN IT0005491250 che, alla quotazione del 23/12/2025, esprimeva un rendimento pari al 2.50% (fonte Borsa Italiana)”.

In definitiva, secondo il CT, BNL non potrebbe investire in un titolo di Stato (CCT) con scadenza 2030 il capitale raccolto attraverso una passività a vista e tale pratica violerebbe due indicatori (LCR e NSFR) stabiliti con i Regolamenti UE n. 575 del 2013 (CRR) e n. 876 del 2019 (CRR2).

La tesi del CT, a parere dello scrivente, risulta totalmente inidonea a dimostrare l'asserita anomalia nella costruzione del piano finanziario, per le ragioni appresso illustrate.

In primo luogo, il CT trascura inopinatamente il fatto che **l'ALM bancario si applica all'intero bilancio, cioè alla massa complessiva di attivi e passivi bancari**: pertanto, l'Asset & Liability Management non postula né richiede che ogni impiego debba essere coperto da una fonte specifica, piuttosto sancisce che l'insieme delle fonti deve essere coerente con l'insieme degli impieghi, in termini di scadenze temporali nel tempo e di rischi. Vero è che l'Asset & Liability Management viene gestito e controllato per sotto-portafogli, ma è un principio generale di gestione che richiede solamente la coerenza globale, in termini di *duration* e di rischio, tra il complesso delle fonti e il complesso degli impieghi bancari, e che non richiede (e giammai sarebbe ammissibile secondo la teoria aziendalistica) un rapporto diretto e autonomo tra una singola fonte e un singolo impiego, cioè una sorta di relazione “uno a uno” tra una fonte e un impiego !

Chiarito questo fondamentale e incontrovertibile assunto di partenza, veniamo alle implicazioni pratiche nel caso che qui ci occupa: un impiego di capitale recuperabile in una data successiva rispetto a quella di esigibilità di una fonte di capitale potrebbe considerarsi una pratica incoerente se considerata a se stante, cioè avulsa da tutti gli altri impieghi e tutte le altre fonti della banca; ma a livello di bilancio bancario globale, che è l'unica prospettiva a cui è applicabile il principio gestionale dell'ALM, può risultare del tutto adeguata (oltre che legittima!) se inserita nell'ambito di altre fonti e altri impieghi, cioè se, ad esempio, compensata da equity e/o altre fonti stabili/a medio termine e/o altri impieghi di portafoglio liquidi.

Basterebbe questo primo elemento a confutare completamente la tesi dell'asserita anomalia nella costruzione del piano finanziario di BNL.

Ma anche una seconda ragione dimostra l'inconsistenza della tesi del CT di Unicredit. La differenza di *duration* tra la passività a vista e l'impiego pluriennale su cui si fonda la costruzione logica e metodologica di controparte, è l'effetto di un chiaro ed evidente fenomeno di "illusione ottica", perché scaturisce dalla confusione tra l'effettiva liquidabilità dell'impiego e la scadenza nominale del titolo oggetto dell'investimento.

Infatti, la scadenza del 2030 fa riferimento al momento in cui l'emittente è obbligato a rimborsare il valore nominale del titolo al possessore. Tuttavia, è ben noto come quell'impiego di capitale da parte di BNL sia, da un lato, prontamente liquidabile in qualunque momento e, dall'altro, sostanzialmente immune dal rischio prezzo di mercato, cioè dal rischio di perdita (minusvalenza) dovuta alla realizzazione di un prezzo inferiore al valore nominale del titolo.

Ma esaminiamo nel dettaglio i due aspetti.

La pronta liquidabilità di un Titolo di Stato italiano è una caratteristica che non necessita di particolare spiegazione: i Titoli di Stato sono unanimemente riconosciuti quali impieghi ad altissima liquidità sui mercati secondari, al pari dei depositi bancari a vista e tendenzialmente di maggiore liquidabilità (o al massimo pari) rispetto ad altri impieghi pur considerati liquidi come ETF e fondi quotati, azioni quotate o obbligazioni investment grade.

Insomma, **l'investimento in Titoli di Stato rappresenta la modalità di investimento più liquida in assoluto** e per tale caratteristica la scadenza nominale del titolo perde ogni significato nella prospettiva dell'ALM. Dunque, la tesi del CT di Unicredit sarebbe accoglibile se l'impiego di quella raccolta a vista fosse destinato a impieghi illiquidi quali titoli di *private equity* o obbligazionari di un emittente non quotato (*private debt*) o a fondi d'investimento alternativi chiusi o impieghi diretti in immobili o infrastrutture. Solo in questi casi, lo strumento sarebbe, evidentemente, caratterizzato da una fisiologica illiquidità tale da renderlo inadeguato rispetto alla passività (a vista) che lo finanzia.

Il secondo aspetto attiene al rischio di prezzo sotteso al disinvestimento.

Tutti gli strumenti illiquidi sopra citati, oltre a incorporare il fisiologico rischio di *lack of marketability*, denunciano anche un rilevante rischio prezzo, ovvero il rischio di perdita scaturente da un minor prezzo di realizzo sul mercato rispetto al valore di carico.

Anche gli strumenti liquidi sopra citati, eccezion fatta per i depositi bancari, incorporano un rischio prezzo: se è vero che, ad esempio, le azioni o le obbligazioni quotate sono

prontamente liquidabili, è altrettanto vero che il loro prezzo di cessione è comunque soggetto alla normale volatilità delle quotazioni di mercato.

Per i Titoli di Stato questo rischio è ugualmente presente, ma, anzitutto, risulta di entità inferiore rispetto alla generalità degli altri titoli liquidi, e, inoltre, si atteggia in modo diverso tra le diverse tipologie dei Titoli di Stato stessi. Mentre, infatti, i BTP comportano per l'investitore una cedola di interessi a tasso fisso e quindi incorporano (per quanto limitato) un inevitabile rischio prezzo dovuto all'andamento dei tassi di interesse sui mercati (un BTP tendenzialmente perde valore se i tassi salgono dopo la sua emissione, mentre acquista valore se i tassi scendono), i CCT assicurano cedole a tasso variabile e, quindi, incorporano un rischio prezzo molto modesto.

Sulla base di quanto sopra, pertanto, si confuta integralmente la scorretta affermazione del CT di Unicredit secondo cui l'investimento in CCT sarebbe “*non liquidabile entro 30 giorni senza incorrere in rischi prezzo*” (cfr. pag. 3), in primo luogo perché la liquidabilità di tali titoli è notoriamente assicurata in due/tre giorni dall'ordine e, in secondo luogo, perché il rischio prezzo è pressoché irrilevante per le ragioni illustrate.

Veniamo ora a una terza ragione per cui la tesi di controparte risulta infondata.

L'assunto per cui la raccolta dal fondo rappresenti una passività a vista è, anche in questo caso, corretto solo apparentemente in quanto trattasi di deposito contrattualmente a vista.

Tuttavia, ai fini che qui ci occupano e cioè dell'applicazione sostanziale del principio dell'ALM invocata da controparte, il trattamento di tale fonte deve essere correttamente indagato.

Infatti, la giacenza del fondo pensione, che è un investitore istituzionale, sebbene non possa considerarsi stabile al 100%, per la stessa natura dei versamenti che la formano non ammette di prefigurare scenari (estremi o di cosiddetto stress) per cui tale fonte venga improvvisamente e integralmente prelevata dal fondo.

Nella realtà concreta, la stabilità della fonte può atteggiarsi diversamente in funzione della natura del rapporto con la banca: per i depositi operativi che comportano una relazione stabile, la fonte si considera prevalentemente stabile, mentre per i depositi non operativi la fonte può essere meno stabile ma non può in concreto assumere connotati di fonte a vista. In altri termini, il coefficiente di deflusso di cassa insito nella giacenza di un fondo pensione è

probabilmente più alto rispetto alle giacenze di clientela retail, ma nella normale fisiologia di un rapporto con un Fondo pensione difficilmente può raggiungere il 100%.

Peraltro, è pacifico che per i Fondi pensione i flussi sono tendenzialmente prevedibili e la volatilità degli stessi è bassa.

In definitiva, come già detto per la liquidabilità dell'investimento in Titoli di Stato, per svolgere una corretta indagine della questione che ci occupa è necessario distinguere l'aspetto giuridico/formale (della scadenza di un titolo o della esigibilità di una fonte) da quello pratico/sostanziale (della effettiva liquidabilità di un titolo e della concreta probabilità di prelievo di una fonte).

Anche questa terza ragione ci porta, dunque, a confutare integralmente la tesi sostenuta dal CT di Unicredit, in quanto la raccolta (solo giuridicamente) a vista dal fondo esprime nella realtà una fonte stabile in una misura significativa del suo ammontare e, quindi, nella concreta gestione della ALM, determina l'esigenza di un impiego liquido solo nei limiti di percentuali che nella prassi possono aggirarsi al massimo al 40%-50% e non per il 100% del suo ammontare.

Quanto sopra illustrato consente di sostenere che, applicando le due metriche di liquidità sancite dai Regolamenti UE richiamati dal CT di Unicredit al caso che qui ci occupa, non si determinerebbe affatto una violazione dei vincoli normativi.

Il Liquidity Coverage Ratio (LCR) è un indicatore che mette a rapporto:

- al numeratore le Attività liquide di alta qualità (*high-quality liquid assets* -HQLA);
- al denominatore i Deflussi netti di cassa attesi (30 giorni);

e deve essere pari ad almeno il 100% in quanto misura la tenuta della liquidità della banca in scenari di stress. La misura del 100% postula, quindi, che le attività liquide di alta qualità (HQLA) devono coprire tutti i deflussi netti di cassa attesi nei 30 giorni di stress.

Ora, richiamando quanto appena illustrato, le giacenze dei fondi pensione per quanto non siano stabili e quindi abbiano mediamente coefficienti di deflusso medio-alti, comportano nella generalità dei casi coefficienti medi di prelievo che nella prassi non superano il 50%.

Pertanto, al denominatore dell'indice non deve essere considerato l'intero ammontare delle giacenze di cassa, ma solo la quota parte (al massimo il 50%) che potrebbe comportare possibili deflussi di cassa entro 30 giorni.

Ma la questione sollevata dal CT di Unicredit riguardo all'indice LCR è completamente superata considerando anche solo autonomamente il numeratore. Infatti, come ampiamente illustrato in precedenza, al numeratore dell'indice troviamo i Titoli di stato, segnatamente CCT, che sono prontamente liquidabili ben prima dei 30 giorni, in quanto per intero classificabili nella categoria delle Attività liquide di alta qualità (HQLA).

Il Net Stable Funding Ratio (NSFR) è un indice che mette in relazione:

- al numeratore le attività stabili (oltre 1 anno);
- al denominatore le fonti stabili (oltre 1 anno).

Il minimo regolamentare è pari al 100% in quanto la norma vuole evitare *funding* troppo “corto”, cioè fonti a breve termine, rispetto ad attivi illiquidi o a lunga durata.

Nel nostro caso la BNL raccoglie passività a vista (depositi del fondo pensione) che ai fini del NSFR sono considerate parzialmente stabili a seconda del tipo di relazione con la banca (come illustrato in precedenza).

Coerentemente con quanto già detto in merito alla gestione dell'ALM che va applicata a tutti gli attivi e a tutti i passivi della banca, anche l'NSFR non impone limiti per singolo strumento e, pertanto, non vieta che a fronte di quelle giacenze siano acquistati CCT con scadenza 2030.

Infatti, ad ogni asset corrisponde un determinato *Required Stable Funding* (RSF factor) il che significa che più l'impiego presenta una durata lunga, più richiede una fonte a lunga scadenza.

Poiché i Titoli di Stato sono “investment grade” e altamente liquidi, hanno generalmente un RSF factor molto contenuto, pertanto possono essere acquistati a fronte della raccolta dal fondo pensione senza violare l'NSFR. Nell'ambito della complessiva ALM, la Banca dovrà esclusivamente monitorare l'effettivo bilanciamento complessivo tra la durata degli attivi e passivi, ad esempio “accorciando” gli attivi e/o stabilizzando il funding, gestendo le singole voci che li costituiscono, ma sempre in ottica integrata.

In definitiva, l'indagine illustrata in narrativa dimostra che **non risulta rispondente al vero**, come affermato del CT di Unicredit, che “*la normativa prudenziale europea preclude nella sostanza a BNL di impiegare le giacenze a vista del Fondo in CCT pluriennali*” e di

conseguenza **non risponde al vero** che “*il margine di intermediazione costruito su tale presupposto è giuridicamente e regolamentarmente non conseguibile*”³.

Per quanto detto sopra, va respinta anche la tesi del CT di Unicredit che ritiene compatibili con una raccolta a vista solo forme di investimento a brevissimo termine (depositi overnight presso la BCE, repo, BOT a 3 mesi, ecc.), considerando i quali giunge addirittura a stimare per BNL un margine netto negativo, nell’ordine del -10/-28 basis points, del tutto irrealistico!

Sarebbe insomma realistico, secondo la Sua tesi, che il rendimento ottenibile da BNL (1,90-2,02%) sia inferiore al tasso corrisposto (2,18%).

Sembra che il CT di Unicredit sovrapponga profili di vigilanza prudenziale (adeguatezza dei modelli interni e dei limiti di rischio) con il diverso piano della verifica di sostenibilità economica dell’offerta, che richiede soltanto la non manifesta inattendibilità delle ipotesi sottostanti. Ne deriva che qualificare come “non conseguibile” un margine positivo su un orizzonte quinquennale è un’affermazione scorretta ed eccedente rispetto ai dati disponibili e sovrappone impropriamente valutazioni di vigilanza prudenziale e giudizio di anomalia dell’offerta.

In altri termini, in assenza di un divieto normativo espresso e di evidenze oggettive di irrealizzabilità del margine prospettato, la tesi della “non conseguibilità regolamentare” non può ritenersi in alcun modo dimostrata.

Per tutto quanto sopra detto, si ritengono del tutto inconsistenti le censure mosse da controparte, in quanto non determinanti, come già detto, ai fini del giudizio di congruità.

Ma c’è di più.

Nel piano finanziario, BNL dichiara che: “*Resta, comunque, fermo che la suddetta rappresentazione non intende descrivere né anticipare le modalità effettiva di impiego della raccolta da parte della Banca, caratterizzata da modelli di Asset Liability Management e da politiche di Risk Management di particolare complessità, non determinabili puntualmente ex ante.*”

³ In astratto, ove si ipotizzasse una banca che avesse in bilancio esclusivamente la raccolta dall’ente pubblico e la investisse in CCT (HQLA), rispetterebbe comunque i *ratio* regolamentari LCR e NSFR.

Come già chiarito dalla BNL nella memoria del 9 marzo 2026, tale dichiarazione ha il solo scopo di evidenziare che la rappresentazione fornita da BNL nel piano finanziario ha carattere meramente prudenziale ed esemplificativo ed è volta ad individuare un parametro di riferimento minimo per la stima dei ricavi attesi, senza presupporre l'immobilizzo della liquidità "a vista" né l'integrale investimento della medesima. In altri termini, l'analisi non pretende di prefigurare scelte gestionali puntuali, ma si fonda su di un'ipotesi conservativa (quota stabile della raccolta e *benchmark* di rendimento minimo) idonea a dimostrare – in maniera logica, ragionevole e motivata – la sostenibilità economica dell'offerta anche in assenza di ulteriori forme di intermediazione.

Inoltre, risulta di particolare rilevanza la circostanza per cui, come sarà meglio chiarito nel successivo paragrafo 3.3.3, l'ammontare dell'investimento di BNL in Titoli di Stato previsto nel piano finanziario non rappresenta l'intero importo della liquidità in giacenza, ma solo una sua (piccola) parte, ritenuta stabile (cosiddetto zoccolo duro) sulla base della semplice osservazione degli ultimi sei bilanci (2019-2024) approvati dal Fondo pensione.

Ferma restando la comprovata debolezza concettuale dei rilievi del CT di Unicredit sulla asserita impossibilità di investire le giacenze a vista del Fondo in Titoli di Stato con scadenza 2030, questa ulteriore circostanza ne riduce anche la portata concreta ai fini degli indici LCR e NSFR, in quanto la presunta criticità sollevata in ogni caso non riguarderebbe l'intero ammontare delle giacenze di liquidità oggetto della gestione di tesoreria, ma solo una sua (piccola) parte.

3.2 Sulla presunta incoerenza tra il tasso offerto da BNL e la propria struttura di margine di interesse

Secondo il CT di Unicredit, il tasso offerto da BNL (2,18%) non sarebbe coerente con la propria struttura di margine di interesse in rapporto alla raccolta, che secondo i dati desumibili dai bilanci d'esercizio 2024 si attesterebbe al 2,64% per BNL e al 3,06% per Unicredit. Applicando tali dati al tasso creditore offerto da BNL in sede di gara e "ricalibrando" proporzionalmente tale tasso in base alla differenza di margine tra i due Istituti, BNL avrebbe dovuto offrire l'1,88% (cfr. pag. 4).

Tale impostazione, a parere di chi scrive, non appare corretta in quanto il margine di interesse di bilancio è un indicatore medio riferito a un portafoglio eterogeneo di

attività/passività (mutui, prestiti corporate, titoli, raccolta retail e wholesale, ecc.), e non rappresenta un limite massimo al rendimento/sacrificio economico su ogni singola linea di prodotto o rapporto. In altre parole, il *net interest margin* è un indicatore aggregato sull'intero attivo/passivo e non può essere trasferito linearmente a un singolo rapporto contrattuale. Tale approccio, infatti, è contrario a ogni buona prassi bancaria di *pricing mix* e non rispetta la segmentazione per prodotto prevista da EBA SREP⁴.

Inoltre, si osserva che è del tutto fisiologico che un operatore possa comprimere il margine su specifiche relazioni considerate strategiche (come un grande ente previdenziale, nel caso che ci occupa) per ragioni commerciali, di posizionamento competitivo o di *cross-selling*, in un'ottica di redditività complessiva.

Peraltro, si osserva, altresì, che sul tema non esiste alcuna disposizione normativa che imponga di ancorare il tasso offerto in gara al margine di interesse medio di bilancio, trattandosi di una mera costruzione teorica.

In conclusione, si ritengono inconsistenti e prive di pregio le eccezioni mosse dal CT di Unicredit sul punto, in quanto del tutto irrilevanti ai fini del giudizio di congruità dell'offerta.

3.3 Sull'asserita aleatorietà dell'offerta economica di BNL

Secondo il CT di controparte l'offerta di BNL sarebbe affetta da un'anomalia strutturale che sarebbe confermata dalla stessa Banca in sede di giustificativi, laddove la stessa afferma

⁴ EBA (European Banking Authority) è un organismo dell'UE incaricato di contribuire alla creazione di un corpus unico di regole prudenziali per il settore bancario e di promuovere una vigilanza convergente tra le autorità nazionali. Lo SREP (Supervisory Review and Evaluation Process) è il processo di revisione e valutazione prudenziale con cui le autorità di vigilanza europee analizzano il profilo di rischio delle singole banche; valutano governance, controlli interni, adeguatezza patrimoniale e di liquidità; determinano eventuali requisiti patrimoniali aggiuntivi e altre misure di vigilanza.

Ed inverso, la segmentazione per prodotto afferisce alla suddivisione sistematica delle esposizioni e delle attività della banca in gruppi omogenei, sulla base del tipo di prodotto o strumento (mutui ipotecari, prestiti chirografari, carte di credito, leasing, derivati, ecc.) o del portafoglio (retail, PMI, corporate, finanza strutturata, ecc.). Questa segmentazione serve ad analizzare i rischi non solo a livello aggregato di banca, ma per "blocchi" di attività con caratteristiche economiche e di rischio simili, oltre a individuare i segmenti più rischiosi o vulnerabili e calibrare misure di vigilanza e requisiti patrimoniali mirati su tali segmenti.

Le linee guida EBA sullo SREP, in coerenza con l'approccio "risk-based", prevedono che:

- le banche strutturino i propri sistemi informativi e di reporting in modo da poter fornire dati per portafoglio/prodotto;
- le autorità di vigilanza possano valutare, per ogni segmento, la qualità del credito, le concentrazioni, le perdite attese/osservate, la redditività e la copertura patrimoniale.

espressamente che la rappresentazione relativa al rendimento della raccolta è “meramente esemplificativa” e che non intende “descrivere, né anticipare la modalità effettiva di impiego della raccolta da parte della Banca, caratterizzata da modelli di Asset Liability Management e da politiche di Risk Management di particolare complessità, non determinabili puntualmente ex ante.” Pertanto, secondo il CT di Unicredit *“il richiamo alle politiche di ALM e Risk Management come ragione dell’inaffidabilità del modello conferma che BNL è consapevole dei vincoli prudenziali (LCR/NSFR) che le impediscono di fare ciò che il piano illustra. Il richiamo a tali politiche come giustificazione dell’incertezza del modello evidenzia i limiti tecnici nell’aver ipotizzato di investire la raccolta a vista in CCT pluriennali.”* (cfr. pag. 5). Sul punto si rinvia a quanto già ampiamente argomentato dallo scrivente al par. 3.1 della presente Relazione. Con riferimento, invece, alla asserita incoerenza eccepita da controparte sul tasso offerto e sui costi omessi nel piano finanziario da BNL si rappresenta quanto segue.

3.3.1. Sull’artificiosa sovrastima del tasso offerto al Fondo

Sul punto il CT di Unicredit contesta a BNL che *“il piano finanziario espliciterebbe un margine di intermediazione netto pari a circa 32 basis points (2,50% di rendimento sui CCT meno 2,18% di tasso corrisposto al Fondo= 0,32%). Se BNL avesse costruito il proprio piano su parametri temporalmente omogenei, come metodologicamente corretto, avrebbe dovuto assumere quale tasso di finanziamento il parametro di breve periodo Euribor 3 mesi, che alla data della gara (dicembre 2025 riferimento Euribor 3m base 365 del mese precedente) si attestava intorno al 2,07%. A parità di margine dichiarato (0,32%) il tasso creditore che BNL avrebbe potuto coerentemente offrire al fondo sarebbe stato pari a 1,75% (2,07%-0,32%) e non al 2,18% in concreto offerto.*

(...) Offrire un tasso creditore del 2,18% anziché dell’1,75% ha consentito a BNL di conseguire un punteggio artificialmente elevato su questo criterio, alterando l’esito della concorrenza (...).” (cfr. pag.6).

Sul punto, si osserva la pretestuosità dell’eccezione mossa da controparte e ciò in quanto il CT di Unicredit non si avvede del fatto che l’offerta economica così come strutturata nel disciplinare di gara aveva proprio ad oggetto l’offerta dello **spread in punti base da applicarsi sul tasso Euribor di riferimento** (pari alla media riferita al mese precedente dell’Euribor a 3 mesi). Orbene, per entrambi gli Istituti di credito, come si

dimostrerà più avanti, la base su cui applicare lo spread offerto è stata assunta nella medesima misura, ossia pari al 2,07%, quale media riferita al mese precedente dei tassi Euribor a 3 mesi. Pertanto, BNL ha offerto uno spread (positivo) dello + 0,11%, mentre Unicredit uno spread (negativo) dello - 0,19%, come si desume dalla lettura del verbale di aggiudicazione della gara del 19 gennaio 2026, da cui è possibile verificare i dati delle offerte economiche dei due concorrenti, di cui uno stralcio per comodità si riporta di seguito (Cfr. pag. 4 del verbale di aggiudicazione All. 6 al ricorso Unicredit):

Corrispettivo omnicomprendivo				
Operatore	Importo base di gara	Valore offerto	Punteggio massimo	Punteggio attribuito
UNICREDIT	750.000	725.000	10	0,00
BNL	750.000	0,05	10	10
Tasso creditore annuo sulla giacenza di cassa				
	Spread base d'asta	Spread applicato rispetto alla media riferita al mese precedente dell'Euribor tre mesi		
UNICREDIT		- 0,19	90	$1,88/2,18*90=77,61$
BNL		+ 0,11	90	$2,18/2,18*90= 90$

È di tutta evidenza, dunque, che entrambi gli Istituti hanno utilizzato il medesimo tasso Euribor a tre mesi risultante dalla media dei tassi del mese precedente e pari al 2,07%. Tuttavia, mentre BNL su tale tasso ha offerto uno spread positivo dello 0,11% giungendo così a un tasso offerto del 2,18% ($2,07\%+0,11\%=2,18\%$), Unicredit ha offerto uno spread negativo dello -0,19% ($2,17\% - 0,19\%= 1,88\%$) riportando nella propria offerta un tasso creditore da riconoscere al Fondo dell'1,88%⁵.

Per tutto quanto sopra detto, è di solare evidenza che quanto eccepito dal CT di Unicredit sia totalmente infondato e privo di pregio, apparendo una “artificiosa” ricostruzione teorica fondata su una scorretta e fuorviante interpretazione dei documenti di gara, che nulla ha a che vedere con l'analisi di congruità ex art. 110 del d.lgs. 36/2023.

⁵ Come desumibile anche dagli All. 10 e 11 del ricorso Unicredit, ove sono riportate rispettivamente le offerte economiche dei due concorrenti.

3.3.2. Sui costi omessi nel piano finanziario

Con riferimento alle voci di costo, nei propri giustificativi BNL riporta un totale dei costi stimati pari ad € 2.193.055,00 così composto:

Stima costi annui (B)			
Oneri Sicurezza			500,00
Contributo Anac (incide solo il primo anno)			165,00
Spese per emissione fideiussione provvisoria (incide solo il primo anno)			90,00
Spese per emissione fideiussione definitiva (annuale)			10.000,00
Costi manodopera			2.300,00
Tasso creditore annuo sulle giacenze di cassa: Eur 3m(base 365). Media mese precedente maggiorato di spread 11 bps	100.000.000	2,180%	2.180.000,00
TOTALE COSTI			2.193.055,00

Secondo il CT di Unicredit “*il piano è costruito in modo tale che la quasi totalità dei costi sia assorbita dalla remunerazione delle giacenze di cassa del Fondo, con un residuo esiguo destinato all’intera operatività del servizio*” (Cfr. pag. 6).

I costi della manodopera

Sul punto, con riferimento ai costi della manodopera, si osserva che la Banca ha stimato per il servizio in oggetto un costo pari ad € 2.300,00: tale valore è stato determinato considerando un impatto in termini di FTE (Full Time Equivalent) pari al 0,03, calcolato su una RAL pari ad € 76.553,07 (FTE 0,03 di € 76.553,07= € 2.297) ed arrotondato prudenzialmente per eccesso (nella misura di € 2.300).

Tale valore, da considerarsi riferito a ciascun anno di gestione del servizio, si riferisce alle seguenti attività:

- Ricezione, verifica, autorizzazione ed esecuzione degli ordini telematici; gestione e risoluzione eventuali anomalie nel processo di trasferimento degli ordini;
- Manutenzione degli applicativi conti correnti e remote banking;
- Gestione richieste di diversa natura da parte del Fondo, es. variazione legale rappresentante o procuratori abilitati alla firma (consultazione dati CERVED, preparazione e spedizione nuova contrattualistica); assistenza per produzione documenti banca, assistenza telefonica;

- Verifica annuale e assegnazione di profilo di rischio della U.O. in relazione agli adempimenti previsti dal D.Lgs. 231/2007 c.d. Antiriciclaggio.

Il CT di Unicredit contesta la stima di 0,03 FTE (54 ore annue), ritenendola incompatibile con le attività previste dal capitolato.

Si osserva che il dato di 0,03 FTE va letto come costo incrementale specifico del contratto, non come fabbisogno assoluto di ore dedicate all'ente e ciò in quanto in una banca di grandi dimensioni, molte delle attività elencate (CBI/SEPA, manutenzione applicativi, AML, back-office standard) sono già presidiate da strutture centrali per centinaia di clienti. Ed invero il contratto con il Fondo aggiunge un carico marginale su processi esistenti, non richiede la creazione di una struttura dedicata.

La giurisprudenza richiamata dallo stesso CT di parte ricorrente (Cons. Stato, V, n. 8356/2023) non esclude infatti la possibilità di valorizzare le economie di scala, e ciò in quanto molte attività (pignoramenti, variazioni anagrafiche, supporto investimenti) hanno carattere episodico e possono essere gestite da team già esistenti, senza incremento lineare di FTE, ovvero senza che da ciò derivino maggiori costi da imputare alla commessa.

Da tutto quanto sopra illustrato, consegue la totale infondatezza dell'eccezione mossa da controparte poiché è incontrovertibile la circostanza che la suddetta contestazione afferisca alla mera organizzazione operativa del lavoro e riguardi l'autonomia organizzativa e gestionale per l'esecuzione del servizio da parte di BNL e che nulla ha a che vedere con la verifica di congruità dell'offerta economica per la gara in esame.

L'imposta di bollo

Secondo il CT di Unicredit il piano finanziario di BNL, ipotizzando che la raccolta del Fondo venga investita in Titoli di Stato (CCT-EU IT0005491250) per un ammontare pari a € 100 milioni, non avrebbe considerato che tale investimento sarebbe assoggettato ad un'imposta di bollo pari allo 0,2% annuo da calcolarsi sul valore di mercato degli strumenti detenuti (cfr. pag.8).

Il rilievo si fonda su un'assunzione scorretta in quanto, in via generale, l'imposta di bollo si applica solo se il titolo è intestato al cliente, mentre se il titolo è detenuto direttamente nel portafoglio della banca, come nel caso che qui ci occupa, non si applica (art. 13, comma 2-ter della D.P.R. 642/1972, come modificato dal D.L. 201/2011). Giova ribadire, peraltro,

che, anche nella ipotesi di dossier titoli intestato al Fondo, non troverebbe applicazione l'imposta di bollo proporzionale sulle comunicazioni periodiche relative ai prodotti finanziari, secondo quanto già argomentato nella memoria di BNL del 9 marzo u.s.

In via del tutto subordinata, anche a voler ritenere applicabile l'imposta di bollo, l'eventuale onere risulterebbe comunque soggetto al tetto massimo di € 14.000,00 previsto per i soggetti diversi dalle persone fisiche (cfr. nota 3-ter di cui all'art. 13 della Tariffa, parte I allegata al DPR n. 642/1972)⁶.

Infine, si osserva, quale mero esercizio teorico, che se anche si conteggiasse in misura piena l'imposta di bollo, questa risulterebbe pari a € 200.000 annui, per cui il servizio per BNL risulterebbe, comunque, ampiamente remunerativo.

I costi operativi di back-office e i costi di integrazione e manutenzione tecnologica

Con riferimento all'ulteriore motivo di contestazione inerente all'asserita omissione dei costi operativi di back office, stimati da parte ricorrente in un range compreso tra un minimo di € 2.880 e un massimo di € 6.300, si osserva che il CT di Unicredit individua come parametro alla base delle proprie assunzioni il costo per operazione desumibile dai fogli informativi delle principali banche italiane.

È di tutta evidenza che tale parametro non possa rappresentare un idoneo indicatore per valorizzare il costo operativo di back office di BNL e ciò in quanto trattasi del costo del servizio addebitato al correntista da parte dell'Istituto di credito, che non ha nulla a che vedere con il costo operativo sostenuto dall'Istituto per l'esecuzione del servizio.

In altre parole, le spese operative di cui trattasi (back office, tecnologia, antiriciclaggio, ecc.) sono in larga parte costi fissi e condivisi; la loro imputazione integrale sul singolo contratto porta a una macroscopica sovrastima del costo incrementale rispetto a quello effettivo, in quanto il costo marginale per un ulteriore cliente deve considerarsi di importo molto contenuto e del tutto trascurabile, trattandosi di strutture e processi operativi già esistenti che non richiedono nuovi investimenti. In ogni caso, anche ammettendo che alcune voci non siano state valorizzate in modo prudentiale, ciò non basta a qualificare l'offerta come "manifestamente inattendibile": la verifica di anomalia è sindacabile solo in caso di

⁶ Il limite riguarda sia il caso di dossier titoli intestato alla banca, sia il caso di dossier titoli intestato al Fondo pensione.

macroscopica illogicità, non di divergenza tra stime tecniche, stante l'esistenza peraltro di un risultato economico capiente e più che remunerativo.

3.3.3. Sulla giacenza media indicata da BNL in offerta

Il CT di Unicredit individua un'ulteriore presunta incoerenza del piano finanziario di BNL relativamente all'ipotesi di giacenza media di € 100 milioni per l'intera durata del contratto.

Il CT osserva che da questo dato derivano sia la voce di ricavo principale (gli interessi attivi da investimento in CCT) sia la voce più rilevante dei costi e cioè gli interessi passivi corrisposti al Fondo. Infatti, dal piano finanziario di BNL si ricavano agevolmente i dati seguenti, dalla cui differenza emerge il margine di "intermediazione" stimato:

Interessi attivi da CCT =	€ 100.000.000 x 2,50% =	€ 2.500.000
Interessi passivi corrisposti al Fondo =	€ 100.000.000 x 2,18% =	€ 2.180.000
Margine		€ 320.000

Da tale margine di "intermediazione" si ottiene il risultato economico finale pari a € 306.945 aggiungendo il corrispettivo per il servizio di tesoreria di € 0,01 e sottraendo gli altri costi stimati di € 13.055.

Rilevando che tale margine dichiarato di € 306.945 dipende interamente dalla tenuta di questa ipotesi, il CT sottolinea che *"una variazione anche modesta della giacenza effettiva rispetto al dato assunto produce effetti proporzionali su entrambe le voci, modificando in misura significativa il risultato economico del piano"*. Ancora, il CT di Unicredit, pur dando atto che *"BNL afferma di aver determinato tale valore analizzando gli ultimi bilanci del Fondo"*, imputa alla BNL di non aver fornito *"alcun dato di supporto, alcuna serie storica e alcuna analisi della variabilità delle giacenze nel tempo"*.

Dunque, secondo il CT, l'assunzione relativa alla giacenza media sarebbe *"non documentata, proiettata invariata su un orizzonte contrattuale di cinque anni"*.

In particolare, il CT di Unicredit sostiene che questa impostazione sarebbe *"metodologicamente fragile per diverse ragioni concorrenti"*.

In sintesi, tali ragioni sarebbero le seguenti:

- 1) le giacenze di un fondo pensione pubblico non sono una grandezza stabile (...) e pertanto, su un orizzonte quinquennale, la combinazione di diversi fattori (flussi contributivi in entrata, pagamenti pensionistici, scelte di investimento del patrimonio, ecc.) può determinare scostamenti anche rilevanti rispetto ai valori storici.
- 2) Il Fondo è libero di (anzi prudenzialmente tenuto a) diversificare le proprie disponibilità liquide (...) mantenendo presso la banca cassiera solo le somme strettamente necessarie alla gestione operativa corrente (...) e il capitolato non impone un obbligo di mantenimento di un livello minimo di giacenza.
- 3) Il contratto non prevede alcun meccanismo di penale o di adeguamento del corrispettivo in caso di giacenze inferiori alla soglia ipotizzata da BNL, pertanto, il rischio di un volume di raccolta inferiore alle attese ricade interamente sulla banca.

Il CT di Unicredit conclude: *“Ne deriva che l’ipotesi dei € 100 milioni di giacenza media non costituisce un dato contrattuale certo, né una previsione documentata e verificabile: è un’assunzione non ancorata ad alcun impegno dell’Ente e non sorretta da un’analisi della variabilità storica. Quale semplice simulazione, se si ipotizzasse una riduzione della giacenza media del 20% - del tutto plausibile su un orizzonte quinquennale – la raccolta scenderebbe a € 80 milioni, riducendo proporzionalmente sia i ricavi che i costi finanziari, ma alterando il margine netto in misura tale da rendere il piano in perdita già a partire da questo solo scostamento, prima ancora di considerare le ulteriori anomalie evidenziate nella presente nota”*.

Lo scrivente ritiene **inconsistenti** le critiche sollevate dal CT di Unicredit per le ragioni appresso illustrate e **scorrette** le Sue conclusioni.

Procediamo con ordine.

La critica sub 1), inerente alla instabilità della giacenza, appare un’assunzione plausibile di per sé, ma non si capisce perché la possibilità che la giacenza assuma andamenti variabili debba avere, nella prospettiva del CT di Unicredit, una ricaduta negativa e non positiva sulla giacenza stessa. Se trattasi di dato astrattamente variabile, perché la variabilità dovrebbe minare la credibilità del dato stimato di BNL? In parole più semplici, perché l’astratta

variabilità dovrebbe ridurre la giacenza media stimata da BNL e non aumentarla? La tesi del CT di Unicredit appare dunque molto debole, anche perché il CT non si preoccupa di documentare e/o comprovare quanto afferma.

Pertanto, le stesse critiche che Egli rivolge (senza motivo, come vedremo fra breve) a BNL in merito alla presunta non giustificazione dei dati utilizzati, si è costretti a rivolgerle alla Sua fragile tesi. E ci permettiamo di aggiungere che la Sua doglianza appare indimostrata.

Anche la critica sub 2), secondo cui il Fondo può liberamente disporre della propria liquidità per cui la giacenza media stimata da BNL non sarebbe assicurata da alcun impegno, soffre dello stesso limite: infatti, questa mera constatazione di un ordinario rapporto giuridico di c/c non si capisce perché debba comportare fragilità della metodologia sottesa al piano finanziario di BNL. Non risulta che BNL sostenga la certezza del proprio dato, che infatti è dichiaratamente un dato stimato. Quel che sfugge al CT di Unicredit è la fondatezza e la credibilità della stima di BNL, che non si è preoccupato di verificare e che in questa sede, invece, sarà dimostrata.

La critica sub 3) appare del tutto inutile ai fini che qui ci occupano: il CT di Unicredit, in sostanza, si preoccupa di ricordare che su una Banca erogatrice del servizio di tesoreria del Fondo insista un (ovvio e) fisiologico rischio d'impresa, cioè che l'attività relativa al servizio in questione, possa non essere (adeguatamente) remunerativa o in perdita.

Non si comprende quale possa essere la conseguenza concreta della critica. Infatti, non ci risulta che l'eventuale aggiudicazione della gara comporti il diritto per l'aggiudicatario di ottenere un (almeno minimo) margine di profitto.

Invero, per evitare di muovere critiche inconsistenti, il CT di Unicredit avrebbe dovuto speculare sul dato concreto (€ 100 milioni) che BNL inserisce nel piano e avrebbe dovuto verificare quanto sostenuto da BNL e cioè che il dato stesso, contrariamente a quanto sostiene, è documentato, in quanto la stima si fonda sui dati storici facilmente rilevabili dai bilanci del Fondo pensione.

Si ribadisce in questa sede che il dato di € 100 milioni di giacenza media è stato individuato da BNL dopo verifica dei dati ufficiali storici del Fondo e non può sfuggire al Consulente di Unicredit e al lettore che la coerenza con i dati passati è l'unico e fondamentale criterio tramite il quale poter giudicare l'attendibilità di un dato stimato. Sul punto, ci si limita a

ribadire quanto già chiaramente rappresentato nella memoria nell'interesse di BNL del 9 marzo 2026 (pag. 6): *“(...) emerge chiaramente che le disponibilità liquide registrate sui conti correnti di tesoreria dell’Ente negli ultimi anni sono state ampiamente superiori ad euro 100 mln (ad esempio: euro 500 mln nel 2019, euro 558 mln nel 2020, euro 300 mln nel 2021, euro 266 mln nel 2022, euro 544 mln nel 2023 ed euro 376 mln nel 2024). Ne consegue che l’ipotesi di euro 100 mln – assunto dalla Banca non come previsione puntuale, ma come parametro conservativo ai fini della stima della redditività attesa – risulta coerente con il quadro informativo disponibile e, anzi, significativamente prudentiale rispetto ai valori desumibili dalle fonti pubbliche. Pertanto, tale stima non può qualificarsi come “aleatoria”, bensì come stima logica, ragionevole e motivata”.*

Non disponendo di altri dati (ad esempio l'ammontare della giacenza storica in date diverse rispetto a quelle di chiusura dei bilanci) e non disponendo di informazioni specifiche sulla dinamica dei flussi in entrata e in uscita infrannuali in altre fonti pubbliche, gli unici dati oggettivi e incontrovertibili a disposizione sono gli importi delle giacenze della liquidità disponibile al 31 dicembre di ben sei anni consecutivi, dal 2019 al 2024, il che significa un arco temporale di ben cinque anni (dal 31.12.2019 al 31.12.2024).

Se anche queste “fotografie” del saldo del conto corrente nell'arco dei cinque anni fossero considerate inadeguate per stimare la giacenza media, non può negarsi che il dato fattuale e oggettivo è che da tali fotografie risulta in modo incontrovertibile e inoppugnabile che:

- i saldi di cui sopra non sono mai inferiori all'importo di 266 milioni, che è quasi il triplo del dato medio stimato da BNL;
- per tre volte su sei i saldi superano ampiamente o eguagliano l'ammontare di 500 milioni; ma, soprattutto
- **il dato medio dei saldi al 31 dicembre in cinque anni (dal 31.12.2019 al 31.12.2024) è pari a 424 milioni!**

Se è astrattamente possibile che in un certo momento la giacenza liquida disponibile sul c/c possa temporaneamente essere scesa anche al di sotto del dato minimo osservato storicamente di 266 milioni o al di sotto del dato medio di 424 milioni, è altrettanto possibile (con il medesimo grado di probabilità) che in altri momenti la giacenza liquida possa aver assunto valori superiori al dato medio e anche al dato massimo osservato.

Il lettore ci perdonerà queste elementari considerazioni, ma si rendono necessarie, da un lato, per dimostrare l'inconsistenza delle critiche del CT di Unicredit, ma, soprattutto, per condurci a valutare correttamente la serietà e la fondatezza, cioè l'assoluto rigore metodologico, della stima di BNL relativa ai 100 milioni.

Infatti, l'unico dato di riferimento a disposizione per formulare un giudizio di credibilità sul piano di BNL è il **dato medio della liquidità disponibile osservata documentalmente**: e se la stima di BNL (100 milioni di giacenza media) risulta pari, addirittura, al 23,5% della giacenza media storica effettiva, non si riesce a comprendere come tale stima possa essere considerata fragile o aleatoria!

A nostro sommo parere, qualunque valore inferiore a 424 milioni sarebbe stato congruo e ragionevole. E quanto più il valore risulta inferiore al dato medio, tanto più deve essere giudicato attendibile.

Al contrario, se la stima fosse superiore al dato medio di 424 milioni, dovrebbe essere giudicata, seppur plausibile, non prudente.

Alla luce di queste chiare, ragionevoli e indiscutibili considerazioni, se BNL ha costruito un piano finanziario assumendo un dato medio **inferiore di oltre il 75%** rispetto al dato storico, ci sentiamo di poter affermare che tale stima sia **oltremodo ragionevole ed estremamente prudente!**

Pertanto, **devono essere respinte fermamente le censure di Unicredit secondo cui la previsione di BNL sarebbe non verificabile e non documentata.**

Ma la Nota tecnica del CT di Unicredit lascia meravigliati nell'apprendere che Egli sostiene (come sopra già riportato per esteso) che “(...) *se si ipotizzasse una riduzione della giacenza media del 20% (...) la raccolta scenderebbe a € 80 milioni (...)*” per cui si avrebbe una riduzione del “*marginetto netto in misura tale da rendere il piano in perdita già a partire da questo solo scostamento, prima ancora di considerare le ulteriori anomalie evidenziate nella presente nota*”.

Spiace rilevare come il CT di Unicredit prenda un abbaglio così grave su una questione numerica molto semplice.

Con quel livello di giacenza (€ 80 milioni) si avrebbero i seguenti importi di interessi attivi e passivi:

Interessi attivi da CCT =	€ 80.000.000 x 2,50% =	€ 2.000.000
Interessi passivi corrisposti al Fondo =	€ 80.000.000 x 2,18% =	€ 1.744.000
Margine		€ 256.000

Da tali importi emergerebbe un margine di “intermediazione” positivo di € 256.000.

Considerando le ulteriori voci del piano finanziario, **anche con il livello di giacenza ridotto del 20%, cioè pari a € 80 milioni** proprio come ipotizzato dal CT di Unicredit, **si avrebbe un utile annuo ancora molto significativo, pari € 242.945**, come mostra la seguente tabella:

giacenza media	interessi attivi (2,50%)	interessi passivi (2,18%)	altri costi per BNL	margine finale per BNL
	A	B	C	A-B-C
100.000.000	2.500.000	2.180.000	13.055	306.945
80.000.000	2.000.000	1.744.000	13.055	242.945

Come fa il CT di Unicredit ad affermare che basterebbe una giacenza inferiore del 20% (cioè pari a € 80 milioni) per portare il piano in perdita?

Ma c'è di più.

È agevole dimostrare che anche con una giacenza media inferiore a € 80 milioni, fino addirittura all'importo di soli 5 milioni (!), il piano finanziario di BNL assicurerebbe un margine di utile positivo in base alle assunzioni poste.

La Tabella che segue riepiloga i diversi livelli di utile che si avrebbero se anche la giacenza media fosse non solo inferiore a quella di € 100 milioni stimata da BNL, ma financo inferiore a quella di € 80 milioni stimata dal CT di Unicredit:

giacenza media	interessi attivi (2,50%)	interessi passivi (2,18%)	altri costi per BNL	marginale finale per BNL
	A	B	C	A-B-C
100.000.000	2.500.000	2.180.000	13.055	306.945
80.000.000	2.000.000	1.744.000	13.055	242.945
50.000.000	1.250.000	1.090.000	13.055	146.945
25.000.000	625.000	545.000	13.055	66.945
10.000.000	250.000	218.000	13.055	18.945
5.000.000	125.000	109.000	13.055	2.945

Insomma, dove sta la fragilità della metodologia di BNL?

La grave scorrettezza delle conclusioni raggiunte dal CT di Unicredit, conclusioni derivanti da critiche già concettualmente deboli, mette in luce e dimostra la totale inconsistenza delle censure mosse da Unicredit a BNL.

4. Conclusioni

Su incarico di BNL, il presente parere ha per oggetto la Nota tecnica nell'interesse di Unicredit S.p.a. del prof. Massimiliano Celli, che avrebbe “dimostrato dimensioni di anomalia relativamente all'offerta formulata da BNL” tali da inficiare “strutturalmente la congruità, la serietà e la sostenibilità dell'offerta ai sensi dell'art. 110 del D. Lgs. 36/2023”.

L'esame condotto dallo scrivente ha consentito di verificare numerosi profili di debolezza della Nota tecnica, qui sinteticamente riepilogate.

In merito al primo limite che sarebbe stato individuato nella costruzione del piano finanziario di BNL (la presunta disomogeneità strutturale dei parametri di costo e di ricavo), si osserva che:

- la tesi del CT di Unicredit si fonda su un presupposto sbagliato, in quanto l'invocato principio di gestione dell'Asset Liability Management (ALM) non postula che ogni impiego di capitale debba essere coperto da una specifica fonte richiedendo solamente la coerenza globale, in termini di *duration* e di rischio, tra il complesso delle fonti e il complesso degli impieghi bancari;
- il CT di Unicredit confonde l'effettiva liquidabilità dell'impiego in Titoli di Stato con la scadenza nominale degli stessi: l'investimento in Titoli di Stato rappresenta la modalità di investimento più liquida in assoluto, per cui la scadenza nominale del titolo perde ogni significato nella prospettiva dell'ALM. Inoltre, contrariamente a quanto affermato dal CT di Unicredit, il rischio prezzo sotteso all'investimento in Titoli di Stato (segnatamente CCT) è molto basso, diversamente da altri strumenti finanziari pur caratterizzati da elevata liquidabilità;
- il CT di Unicredit sostiene erroneamente che la raccolta di liquidità dal fondo sia totalmente a breve termine, ma confonde l'aspetto giuridico del rapporto di conto corrente con quello sostanziale, in base al quale tale fonte deve essere considerata stabile in una misura significativa del suo ammontare comportando, quindi, nella concreta gestione della ALM, l'esigenza di un impiego solo parziale e non totale in attività prontamente liquidabili;
- per quanto sopra, non risponde al vero quanto sostenuto dal CT di Unicredit, in merito al fatto che “*la normativa prudenziale europea preclude nella sostanza a BNL di impiegare le giacenze a vista del Fondo in CCT pluriennali*” e di conseguenza non

risponde al vero che “*il margine di intermediazione costruito su tale presupposto è giuridicamente e regolamentarmente non conseguibile*”.

In merito al secondo limite che sarebbe stato individuato nella costruzione del piano finanziario di BNL (la presunta incoerenza tra il tasso offerto da BNL e la propria struttura di margine di interesse), si osserva che:

- a nulla rileva l'osservazione del margine di interesse medio sulla raccolta osservato dai bilanci BNL, perché questo è un indicatore aggregato sull'intero attivo/passivo e non può essere trasferito linearmente a un singolo rapporto contrattuale.
- è del tutto fisiologico che un operatore possa comprimere il margine su specifiche relazioni considerate strategiche (come un grande ente previdenziale, nel caso che ci occupa) per ragioni commerciali, di posizionamento competitivo o di *cross-selling*, in un'ottica di redditività complessiva.
- non esiste alcuna disposizione normativa che imponga di ancorare il tasso offerto in gara al margine di interesse medio di bilancio.

In merito al terzo limite che sarebbe stato individuato nella costruzione del piano finanziario di BNL (l'asserita aleatorietà dell'offerta economica di BNL), si osserva che:

- il tasso offerto al Fondo non risulta artificiosamente sovrastimato come sostenuto dal CT di Unicredit, in quanto Egli non si avvede del fatto che l'offerta economica così come strutturata nel disciplinare di gara aveva proprio ad oggetto l'offerta dello *spread* in punti base da applicarsi al tasso Euribor di riferimento (pari alla media riferita al mese precedente dell'Euribor a 3 mesi); entrambe le banche hanno assunto l'Euribor nella stessa misura, ma il tasso di BNL risulta più competitivo non perché sceglie un parametro errato, ma perché offre uno spread diverso da Unicredit;
- i costi inseriti nel piano finanziario di BNL sono pienamente adeguati al servizio da offrire e tengono conto delle economie di scala (manodopera e back office) che il CT di Unicredit sembra trascurare; inoltre, altre voci di costo che il CT ritiene erroneamente omesse (come l'imposta di bollo sui Titoli di Stato) non sono dovute;
- non risponde al vero che la giacenza media indicata da BNL di € 100 milioni, che si prevede possa essere impiegata in Titoli di Stato, sia non documentata e non verificabile: al contrario, è riscontrabile dai bilanci ufficiali del Fondo e, soprattutto, risulta estremamente prudentiale rispetto al dato medio storico osservato (€ 424 milioni);

- non risponde al vero che anche la sola riduzione del 20% di tale giacenza media stimata da BNL porterebbe il piano in perdita: è stato dimostrato non solo che con l'investimento di € 80 milioni il piano determinerebbe comunque un utile elevato per BNL, ma si è addirittura evidenziato che anche una giacenza media di € 5 milioni (cioè abbattendo la stima di BNL per il 95%!) consentirebbe a BNL di conseguire un risultato economico positivo.

In conclusione, le doglianze di Unicredit sono integralmente da respingere in quanto inconsistenti e scorrette per le ragioni illustrate; conseguentemente, l'offerta presentata da BNL deve essere giudicata congrua in quanto sostenibile e affidabile.

Roma, 24 aprile 2026

Prof. Alberto Incollingo

