

REPUBLICA ITALIANA  
IN NOME DEL POPOLO ITALIANO  
IL TRIBUNALE ORDINARIO DI TORINO  
SEZIONE PRIMA CIVILE

in persona del dott. Enrico Astuni, in funzione di Giudice unico,  
ha pronunciato la seguente

**SENTENZA**

nella causa iscritta al n. [REDACTED] R.G. promossa da:

[REDACTED] ([REDACTED]), con sede in [REDACTED], [REDACTED],  
in persona del legale rappresentante [REDACTED], con il patrocinio per procura unita alla citazione  
dell'avv. [REDACTED] del foro di [REDACTED], ed elettivamente domiciliato presso il suo studio  
- attore

contro

[REDACTED] ([REDACTED]), con il patrocinio per procura unita alla comparsa  
di risposta dell'avv. [REDACTED] ed elettivamente domiciliata presso il suo studio in [REDACTED]  
[REDACTED]  
- convenuta

**Conclusioni:**

**Per l'attrice:** "Premesso che con provvedimento datato 15.06.2021 l'adito Giudicante ha disposto che l'udienza del 03.11.2021, fissata per la precisazione delle conclusioni, debba tenersi con la modalità cosiddetta a trattazione scritta, concedendo alle parti termine fino al 27.10.2021 per il deposito delle "note scritte" sostitutive della trattazione orale;

che, l'odierna attrice impugna e contesta estensivamente tutte le argomentazioni, produzioni, conclusioni e richieste ex adverso formulate poiché infondate in fatto e in diritto come ampiamente dimostrato in corso di causa, riportandosi integralmente a tutto quanto dedotto, eccepito e richiesto nell'atto di citazione e nei successivi atti di causa, richiamando a proprio sostegno le risultanze istruttorie della CTU espletata e della prova orale celebrata;

che la società attrice, ribadisce e insiste per tutte le istanze istruttorie richieste con la propria memoria ex art. 183 co. 6 n. 2, opponendosi a qualsiasi avversa istanze istruttoria;

che la società attrice intende precisare le proprie conclusioni riportandosi a quelle rassegnate nell'atto introduttivo e nella propria memoria ex art. 183, co. 6 n. 1 c.p.c.;

tutto ciò premesso la società attrice [REDACTED] così conclude:



[REDACTED]

(i) Nel merito, in via principale: accertare e dichiarare la nullità del presunto Accordo Quadro nonché del Derivato IRS n. 26309570, oggetto di causa, per “i motivi” esposti nell’atto introduttivo, precisati con la memoria ex art. 183 co. 6 n. 1 c.p.c. di parte attrice e ribaditi nei successivi atti di causa, alla luce delle risultanze istruttorie ammesse ed acquisite in corso di causa, e per l’effetto:

1. condannare, a titolo di restituzione dell’indebitto, la Banca, in persona del legale rappresentante pro-tempore, al pagamento, in favore dell’attrice, dell’importo di Euro 140.344,58 (saldo negativo dei differenziali corrisposti come mostrato nella perizia di parte attrice, Tabella n.3 pag. 9, allegata sub. doc. 13);

2. condannare la Banca a restituire l’importo relativo ai costi impliciti pari ad Euro 3.896,36, (come quantificato nella perizia di parte attrice, Tabella n.2 pag. 8 e Tabella n.8 pag. 58, allegata sub. doc. 13);

con interessi legali a partire dalla data di ogni addebito e/o pagamento (o, in subordine, dalla data della notifica dell’atto di citazione) sino al soddisfo effettivo, ovvero alla diversa maggiore o minore somma accertata a seguito della CTU espletata;

(ii) Nel merito, in via subordinata: accertare e dichiarare, per le ragioni illustrate nell’atto introduttivo, precisate con la memoria ex art. 183 co. 6 n. 1 c.p.c. di parte attrice e ribadite nei successivi atti di causa, alla luce delle risultanze istruttorie ammesse ed acquisite in corso di causa, la responsabilità contrattuale della Banca, in persona del legale rappresentante pro-tempore, in merito al Derivato IRS n. 26309570, ove fosse ritenuto valido e, per l’effetto:

1. condannare la convenuta, in persona del legale rappresentante pro-tempore, al risarcimento, in favore dell’attrice, dei danni subiti, pari ad Euro 140.344,58 (saldo negativo dei differenziali corrisposti come mostrato nella perizia di parte attrice, Tabella n.3 pag. 9, allegata sub. doc. 13);

2. condannare della Banca alla restituzione dell’importo relativo ai costi impliciti pari ad Euro 3.896,36 (come quantificato nella perizia di parte attrice, Tabella n.2 pag. 8 e Tabella n.8 pag. 58, allegata sub. doc. 13);

con rivalutazione monetaria e interessi legali a partire dalla data di ogni addebito e/o pagamento (o, in subordine, dalla data della notifica dell’atto di citazione) sino al soddisfo effettivo, ovvero alla diversa maggiore o minore somma accertata a seguito della CTU espletata;

(iii) Nel merito, sempre in via subordinata: accertare e dichiarare che gli effetti del Derivato Interest Rate Swap 26309570, oggetto di causa, sono inopponibili all’attrice ai sensi dell’art. 1711, comma primo, cod. civ. e, comunque, che i medesimi contratti hanno costituito un danno dipendente dall’inadempimento dei doveri di cui agli artt. 1703, 1710 cod. civ. e 21 TUF e, per l’effetto,



1. condannare la convenuta, in persona del legale rappresentante pro-tempore, al risarcimento, in favore dell'attrice, dei danni subiti, pari ad Euro 140.344,58 (saldo negativo dei differenziali corrisposti come mostrato nella perizia di parte attrice, Tabella n.3 pag. 9, allegata sub. doc. 13);

2. condannare della Banca alla restituzione dell'importo relativo ai costi impliciti pari ad Euro 3.896,36 (come quantificato nella perizia di parte attrice, Tabella n.2 pag. 8 e Tabella n.8 pag. 58, allegata sub. doc. 13);

con rivalutazione monetaria e interessi legali a partire dalla data di ogni addebito e/o pagamento (o, in subordine, dalla data della notifica dell'atto di citazione) sino al soddisfo effettivo, ovvero alla diversa maggiore o minore somma accertata a seguito della CTU espletata;

(iv) Nel merito, in via ulteriormente subordinata: accertare e dichiarare, per i motivi e le causali esposte nell'atto introduttivo, precisati con la memoria ex art. 183 co. 6 n. 1 c.p.c. di parte attrice e ribaditi nei successivi atti di causa, alla luce delle risultanze istruttorie ammesse ed acquisite in corso di causa, la responsabilità precontrattuale della convenuta e, per l'effetto, 1. condannare la convenuta, in persona del legale rappresentante pro-tempore, al risarcimento, in favore dell'attrice, dei danni subiti, pari ad Euro 140.344,58 (saldo negativo dei differenziali corrisposti come mostrato nella perizia di parte attrice, Tabella n.3 pag. 9, allegata sub. doc. 13);

2. condannare della Banca alla restituzione dell'importo relativo ai costi impliciti pari ad Euro 3.896,36 (come quantificato nella perizia di parte attrice, Tabella n.2 pag. 8 e Tabella n.8 pag. 58, allegata sub. doc. 13);

con rivalutazione monetaria e interessi legali a partire dalla data di ogni addebito e/o pagamento (o, in subordine, dalla data della notifica dell'atto di citazione) sino al soddisfo effettivo, ovvero alla diversa maggiore o minore somma accertata a seguito della CTU espletata;

(v) Nel merito, in via di estremo subordine: accertare la violazione dell'art. 23, comma secondo del TUF e, conseguentemente, dichiarare che nulla è dovuto alla Banca a titolo di compenso e che, pertanto, la convenuta deve essere condannata a restituire i costi occulti, quantificati nella perizia di parte attrice, Tabella n.2 pag. 8 e Tabella n.8 a pag. 58, allegata sub. doc. 13, in Euro 3.896,36, con interessi legali a partire dalla data di conclusione del Derivato IRS n. 26309570, oggetto di causa, (o, in subordine, dalla data della notifica dell'atto di citazione), ovvero alla diversa maggiore o minore somma accertata a seguito della CTU espletata;

(vi) In alternativa, accertare e dichiarare la responsabilità pre e/o contrattuale della Banca, per i motivi e le causali esposte nell'atto introduttivo, precisati con la memoria ex art. 183 co. 6 n. 1 c.p.c. di parte attrice e ribaditi nei successivi atti di causa, alla luce delle risultanze istruttorie ammesse ed acquisite in corso di causa, e, per l'effetto, condannare la convenuta, in persona del legale rappresentante pro-





tempore, al risarcimento, in favore dell'attrice, dei costi occulti, quantificati nella perizia di parte attrice, Tabella n.2 pag. 8 e Tabella n.8 a pag. 58, allegata sub. doc. 13, pari a Euro 3.896,36, con rivalutazione monetaria e interessi legali a partire dalla data di conclusione (o, in subordine, dalla data della notifica dell'atto di citazione), ovvero alla diversa maggiore o minore somma accertata a seguito della CTU espletata;

(vii) In ogni caso: con condanna al pagamento delle spese legali sostenute da parte attrice oltre a quelli corrisposte per la perizia di parte, oltre a quelle da sostenersi; (viii) emettere ogni altra statuizione, provvidenza e/o declaratoria del caso.

Con vittoria di compensi, spese, rimborso forfettario delle spese generali e rimborso del contributo unificato”.

**Per la convenuta:** “in via istruttoria (in parziale revoca dell’ordinanza del 15.6.2021): - disporre l’audizione del teste [REDACTED] tramite prova delegata ovvero, in subordine, fissando apposita udienza; - dichiarare la nullità e comunque la inutilizzabilità della deposizione del teste [REDACTED]; in principalità: - dichiarare improponibili, inammissibili, nulle o comunque respingere tutte le domande avanzate da parte attrice, anche ex art. 1227, II comma cod. civ. o in forza di exceptio doli in subordine: - per il non creduto caso di accoglimento delle domande di parte attrice limitare le pretese restitutorie e risarcitorie nei limiti di quanto dovuto, anche ai sensi dell’art. 1227, I cod. civ. in ogni caso, - con il favore delle spese, diritti e onorari del procedimento, oltre accessori di legge”.

## MOTIVI DELLA DECISIONE

### 1. Nullità del contratto quadro.

La società attrice deduce la nullità del contratto quadro, denominato “richiesta di adesione – persone giuridiche/imprese all’accordo normativo per l’operatività in strumenti finanziari derivati OTC su tassi d’interesse e valute” (doc. 10 att.), poiché “nelle sezioni riservate alle firme della [REDACTED] - pagg. 4 e 20 - sono presenti unicamente delle sigle, peraltro illeggibili, senza alcun riferimento all’identità dei soggetti che le hanno apposte ed, in aggiunta, non è possibile riscontrare se i sottoscrittori della Banca siano muniti dei relativi poteri di firma. Da qui, ne consegue l’inesistenza di una firma riconducibile univocamente alla Banca (ossia, ad un soggetto munito della relativa rappresentanza contrattuale), quale dichiarazione di volontà dei soggetti contraenti” (citazione, pag. 12-13).

L’eccezione è infondata.

Secondo Cass. sez. un. 16.1.2018 n. 898 (vedi in seguito Cass 6.6.2018 n. 14646; Cass. 18.6.2018 n. 16070; Cass. 29.11.2018 n. 30885; Cass. 2.4.2021 n. 9196), l’onere di forma scritta a pena di nullità dall’art. 117 co. 1 TUB deve essere “inteso non in senso strutturale, ma funzionale, avuto riguardo alla





finalità di protezione” del cliente e non osta a ritenere provato il consenso della banca a mezzo di comportamenti concludenti.

Le Sezioni Unite n. 898/18 hanno premesso di voler assegnare alla nullità formale prevista dall’art. 23 TUF una portata coerente con la funzione propria della norma, al fine di evitare “conseguenze distorte o anche opportunistiche”, rivenienti da un’indebita dilatazione della portata normativa della nullità o dalla meccanica trasposizione della disciplina generale sulla nullità.

Su questa premesse, esse hanno riconosciuto alla normativa settoriale una specifica finalità informativa, coerente con gli assunti del c.d. neo-formalismo negoziale, diretta ad “assicurare la piena indicazione al cliente degli specifici servizi forniti, della durata e delle modalità di rinnovo del contratto e di modifica dello stesso, delle modalità proprie con cui si svolgeranno le singole operazioni, della periodicità, contenuti e documentazione da fornire in sede di rendicontazione, ed altro come specificamente indicato, considerandosi che è [il cliente] che abbisogna di conoscere e di potere all’occorrenza verificare nel corso del rapporto il rispetto delle modalità di esecuzione e le regole che riguardano la vigenza del contratto”, e individuato nella prestazione del consenso scritto, dal lato del cliente, e nella consegna di un esemplare del contratto i mezzi idonei a soddisfare tale specifica funzione.

Per contro, le Sezioni Unite n. 898/18 hanno giudicato non essenziale, nella logica della pienezza informativa del cliente, la prestazione del consenso scritto da parte dell’intermediario, poiché le condizioni di contratto sono predisposte unilateralmente e il consenso alla conclusione del contratto e all’assunzione di un vincolo giuridico nei confronti del cliente “ben si può desumere alla stregua di comportamenti concludenti dallo stesso tenuti”, quali la consegna del documento negoziale, la raccolta della firma del cliente e l’esecuzione del contratto.

In tal senso, le Sezioni Unite argomentano che “è difficilmente sostenibile che la sottoscrizione da parte del delegato della banca, volta che risulti provato l’accordo (avuto riguardo alla sottoscrizione dell’investitore, e, da parte della banca, alla consegna del documento negoziale, alla raccolta della firma del cliente ed all’esecuzione del contratto) e che vi sia stata la consegna della scrittura all’investitore, necessiti ai fini della validità del contratto-quadro”.

Pertanto, v’è una peculiare asimmetria tra la posizione del cliente e quella dell’intermediario, nel senso che il primo si obbliga per iscritto a pena di nullità, mentre il secondo indifferentemente – almeno per quanto attiene al piano civilistico – assume i propri obblighi o con la prestazione di un consenso scritto, tramite sottoscrizione di un suo delegato, o con comportamenti concludenti e non equivoci, consistenti, tra l’altro, nell’esecuzione del contratto.

L’attrice contesta ancora “l’assenza delle necessarie sigle che le parti avrebbero dovuto apporre in



1991/9999 11/11/2021/9999

corrispondenza di ciascuna pagina che compone il documento”, ma l’eccezione ignora che, secondo il condiviso orientamento di legittimità (da ultimo Cass. 19.3.2019 n. 7681; in precedenza vedi tra molte Cass. 11.3.1982 n. 1583; Cass. 16.9.1995 n. 9820; Cass. 1.3.2007 n. 4886), In ipotesi di dichiarazione sottoscritta, pur se contenuta in più fogli dei quali solo l’ultimo firmato, poiché la sottoscrizione, ai sensi dell’art. 2702 c.c., si riferisce all’intera dichiarazione e non al solo foglio che la contiene, la scrittura privata deve ritenersi valida ed efficace nel suo complesso, rimanendo irrilevante la mancata firma dei fogli precedenti, con la conseguenza che, al fine di impedire che l’intero contenuto della scrittura faccia stato nei confronti del sottoscrittore, quest’ultimo ha l’onere di proporre querela di falso”.

Identiche censure di nullità – egualmente infondate, per gli stessi motivi – l’attrice rivolge nei confronti del “Contratto [per la] prestazione servizi di investimento persone giuridiche/imprese richiesta di adesione e sottoscrizione” (doc. 11 att.), visto che “(i) risulta sprovvisto di valide sottoscrizioni da parte di [REDACTED], (ii) le singole pagine che compongono il suddetto documento non sono state siglate dalle parti” (pag. 13).

**2. Funzionamento dello swap.** La struttura contrattuale dello swap prevede l’impegno delle parti a scambiare, per tutta la durata del contratto, pagamenti di somme di denaro, calcolate applicando due diversi parametri (tassi di interesse o di cambio) al medesimo capitale di riferimento (nozionale), che non viene scambiato tra le parti ed è utilizzato per il solo calcolo dei pagamenti (Cass. 6.4.2001 n. 5114). Non è strettamente necessario, ma è normale che i pagamenti reciproci abbiano uguale scadenza: in tal caso, il contratto quadro normalmente prevede la liquidazione della sola differenza tra i due importi a debito e a credito (netting).

Poiché almeno uno dei due parametri è variabile, l’impegno a scambiare i pagamenti espone inevitabilmente le parti, per tutta la durata del contratto, al rischio (alea) di variazione di uno o entrambi i parametri rispetto alla parità teorica esistente all’accensione dello swap. Ad es., dato un IRS del tipo più semplice, la parte che riceve il tasso variabile e dà il tasso fisso cede alla sua controparte il rischio di rialzo del tasso e trattiene (o meglio assume) il rischio di ribasso.

Le modalità di funzionamento del contratto<sup>1</sup> non variano, secondo la finalità di gestione del rischio, e sono quindi compatibili sia con un’esposizione speculativa a un rischio nuovo (trading), sia con la copertura (hedging) di un rischio esistente su altre posizioni – copertura che in genere si ottiene

---

<sup>1</sup> Gli elementi necessari al funzionamento di un IRS sono questi: “a) il capitale di riferimento, detto nozionale (notional principal amount), che non viene scambiato tra le parti, e serve unicamente per il calcolo dei pagamenti; b) i diversi tassi di interesse (interest rate) da applicare al detto capitale; c) la data di stipulazione del contratto (trade date); d) la data di inizio (effective date), dalla quale cominciano a maturare gli interessi (normalmente due giorni lavorativi dopo la trade date); e) la data di scadenza (maturity date o termination date) del contratto; f) le date di pagamento (payment dates), cioè quelle in cui sono scambiati i flussi di interessi” (in tal senso Cass. sez. un. 8770/2020, in motivazione § 4.5.).





“cedendo” il rischio alla controparte. Ad es., la parte che riceve il tasso variabile e da il tasso fisso può usare lo swap per coprire un’esposizione debitoria a tasso variabile di grandezza equivalente al nozionale, stabilizzando le uscite nel tempo – la somma algebrica dei due flussi di cassa non dovrebbe variare, nonostante le variazioni di tasso – o per speculare sull’aumento del tasso variabile rispetto al fisso, se tale esposizione non esiste o non è di entità almeno equivalente.

La funzione tipica, economico-sociale, dello swap consiste dunque non tanto nello scambio dei pagamenti, ma nella gestione razionale di un rischio, che a sua volta si colora delle specifiche finalità individuali di ciascun contraente (trading, hedging ecc.).

Lo swap è normalmente stipulato over the counter (OTC), fuori dai mercati regolamentati e in contropartita diretta tra intermediario e cliente, essendo elaborato o adattato dall’intermediario in funzione delle specifiche esigenze e obiettivi rappresentati dal cliente.

Prima ancora di essere un contratto tra intermediario e cliente, lo swap è, dunque, oggetto e risultato di una prestazione resa dall’intermediario, che deve essere valutata secondo gli standard previsti dal TUF e dalla normativa secondaria (all’epoca il Reg. Intermediari n. 16190/07). In particolare, l’art. 21 TUF prevede l’obbligo dell’intermediario di comportarsi “secondo diligenza, correttezza e trasparenza nella prestazione del servizio, per servire al meglio l’interesse dei clienti e per l’integrità dei mercati” (lett. a) e disponga di “risorse e procedure, anche di controllo interno, idonee ad assicurare l’efficiente svolgimento dei servizi e delle attività” (lett. d), mentre l’art. 40 Reg. 16190/07 prevede che “sulla base delle informazioni ricevute dal cliente, e tenuto conto della natura e delle caratteristiche del servizio fornito, gli intermediari valutano che la specifica operazione consigliata o realizzata nel quadro della prestazione del servizio di gestione di portafogli soddisfi i seguenti criteri: a) corrisponda agli obiettivi di investimento del cliente [...]”.

Per adempiere esattamente la prestazione, dunque, l’intermediario deve consigliare un derivato OTC, che assicura una “gestione razionale” del rischio da cui il cliente intende proteggersi, in modo efficace ed efficiente, e rappresentare al cliente in modo trasparente i costi dell’operazione e le alternative ragionevolmente possibili, in modo da assicurare una gestione, oltre che obiettivamente razionale, anche consapevole.

Al contrario, la prestazione deve ritenersi non adempiuta, se il derivato OTC, pur essendo stato concluso con una dichiarata finalità (ad es. di copertura), non ha tale attitudine, è inefficace (non elide il rischio temuto), inefficiente (espone inutilmente il cliente a nuovi rischi o presenta costi eccessivi rispetto ad alternative di copertura egualmente convenienti) oppure non è trasparente (occulta, i.e. sottostima ingiustificatamente i costi a carico del cliente).



L'anfibolia del derivato, da un lato contratto tra intermediario e cliente, dall'altro oggetto e risultato di una prestazione, ripropone la questione del regolamento di confini tra norme (imperative) di validità e norme di comportamento, le prime idonee a dare luogo a nullità del contratto per violazione dell'art. 1418 co. 1 c.c., le seconde a rimedi civilistici differenti, anzitutto di tipo risarcitorio (cfr. l'autorevole precedente di Cass. sez. un. 19.12.2007 n. 26724 e 26725).

Benché esista un'evidente propensione dell'attuale giurisprudenza di legittimità (Cass. 31.7.2017 n. 11903; Cass. sez. un. 12.5.2020 n. 8770) verso l'invalidazione del contratto, per ritenuta carenza di un requisito strutturale ex art. 1325 c.c. (mancanza o non meritevolezza della causa), questa ricostruzione non è affatto indispensabile ai fini della restituzione al cliente dei differenziali pagati, poiché la violazione degli obblighi informativi e degli altri obblighi di prestazione dell'intermediario è fonte di responsabilità contrattuale e, nel caso di inadempimento grave e di non scarsa importanza, dà al cliente il diritto di agire per la risoluzione del singolo ordine od operazione e a richiedere conseguentemente la restituzione dei differenziali, oltre all'eventuale risarcimento del danno.

Infatti, la più recente e condivisa giur. di legittimità (Cass. 27.4.2016 n. 8394; Cass. 18.5.2016 n. 10161; Cass. 23.5.2017 n. 12937; Cass. 9.2.2018 n. 3261; Cass. 22.5.2020 n. 9468; Cass. 31.3.2021 n. 8997) considera realisticamente i singoli ordini di investimento come atti negoziali che, pur avendo nel contratto quadro fondamento di legittimità, delineano ciascuno un proprio regolamento di interessi e non una "fase esecutiva" del contratto quadro, il quale si presenta dunque come semplice cornice normativa diretta a regolare una serie aperta di future operazioni. L'elevata individualità funzionale dei singoli ordini di acquisto comporta che ciascuna operazione debba essere separatamente considerata, anche sul piano giuridico, in particolare al fine di verificare se l'intermediario abbia correttamente adempiuto e quale sia la gravità delle eventuali violazioni ai fini dell'esperimento dei rimedi sinallagmatici. Oggetto del rimedio risolutorio non è il contratto quadro, secondo l'orientamento espresso da Cass. sez. un. 19.12.2007 n. 26724, ma proprio e soltanto il singolo ordine di investimento, riguardo al quale l'intermediario s'è reso inadempiente, senza che ciò coinvolga altre operazioni, andate a buon fine, o implichi la necessità di una risoluzione parziale del contratto quadro.

Ai sensi dell'art. 23 co. 6 TUF, l'intermediario è onerato della "prova di aver agito con la specifica diligenza richiesta" dalle circostanze; la norma riguarda testualmente "i giudizi di risarcimento del danno" e, tuttavia, esprime un criterio di distribuzione dell'onere probatorio, plausibilmente legato alla strutturale asimmetria di posizioni tra le parti e alla vicinanza dell'intermediario alle fonti di prova, che non v'è ragione di non applicare in giudizi con diverso oggetto, nei quali venga però in considerazione il tema della diligenza dell'intermediario, quali i giudizi di nullità e/o risoluzione dei contratti per inadempimento dell'intermediario.





**3. Funzione di copertura.** Si definisce “copertura” la strategia di neutralizzazione o riduzione del rischio di variazioni, di valore o flussi finanziari, in altre esposizioni detenute dal cliente. Come già ricordato, una copertura efficace sul rischio di tasso stabilizza nel tempo le uscite destinate alla spesa per interessi, malgrado le oscillazioni del tasso (variabile) dal quale è regolato il debito.

I caratteri della funzione di copertura sono indicati, in termini assai simili, per quanto rileva ai fini del presente giudizio, dai principi contabili internazionali e nazionali (OIC 32) e dalle due comunicazioni della Consob del 6.8.1998 (DI/98065074) e del 26.2.1999 (DI/99013791). In particolare, quest’ultima si occupa anche di strumenti derivati.

Secondo questo comunicato (DI/99013791), “le operazioni su strumenti finanziari derivati ordinate dai clienti potranno essere considerate di copertura quando: a) siano esplicitamente poste in essere al fine di ridurre la rischiosità di altre posizioni detenute dal cliente; b) sia elevata la correlazione tra le caratteristiche tecnico-finanziarie (scadenza, tasso d'interesse, tipologia etc.) dell'oggetto della copertura e dello strumento finanziario utilizzato a tal fine; c) siano adottate procedure e misure di controllo interno idonee ad assicurare che le condizioni di cui sopra ricorrano effettivamente”.

La “elevata correlazione” è in funzione dell’efficacia della copertura e richiede che esista, come s’esprimono i principi contabili (OIC 32), “una relazione economica tra l’elemento coperto e lo strumento di copertura”, tale che “il valore dello strumento di copertura varia al variare, in relazione al rischio oggetto della copertura, nella direzione opposta di quello dell’elemento coperto. Ci si deve pertanto attendere una variazione sistematica del valore dello strumento di copertura e del valore dell’elemento coperto in conseguenza ai movimenti della stessa variabile sottostante”.

La “relazione economica” è evidente se la componente variabile dello strumento di copertura è la stessa dell’esposizione debitoria coperta, ma non viene meno se le due grandezze sono diverse, a condizione che esse registrino movimenti molto simili nel tempo (ad es. possono ritenersi correlate Euribor 3mesi e 6mesi).

Le variazioni di valore (o di flusso) dello strumento derivato e dell’esposizione coperta devono essere “sistematiche” (i.e. non casuali) e in ogni caso orientate “in direzione opposta” l’una dell’altra, poiché l’elisione del rischio comporta che la somma algebrica dei due valori o flussi di cassa sia tendenzialmente invariante, per cui crescendo l’una l’altra decresce.

La “elevata correlazione” tecnico-finanziaria riguarda, oltre che il rischio sottostante, anche i principali elementi portanti dello strumento di copertura e dell’elemento coperto, che per elidere efficacemente il rischio devono corrispondere gli uni agli altri o essere strettamente allineati, in particolare:

- il capitale di riferimento;
- il piano di rimborso (o ammortamento) del capitale, se vi sia;



- la data di regolamento dei flussi finanziari;
- la scadenza dell'esposizione.

Quando la copertura riguarda un unico debito è normale attendersi una correlazione perfetta, ma i principi contabili e le cit. Comunicazioni Consob richiedono una correlazione soltanto “elevata”; sono pertanto possibili contenuti scostamenti tra uno o più elementi, se non inficiano la funzione dello strumento, ossia la gestione razionale del rischio.

Per questo motivo, non è necessaria una copertura integrale del rischio, per l'intero capitale o per l'intera durata dell'operazione sottostante, di modo che esista correlazione elevata anche quando, ad es. in funzione di un miglior rapporto costi/benefici, lo strumento derivato copra soltanto una frazione del capitale o una frazione di tempo.

I principi contabili ammettono però la copertura non soltanto di una singola posizione debitoria, ma anche di una posizione “aggregata” e complessiva, fermo restando che tra l'esposizione debitoria e lo strumento finanziario deve esistere “elevata correlazione” delle caratteristiche tecnico-finanziarie. Aspetto peculiare della copertura di un indebitamento aggregato consiste nel fatto che i diversi finanziamenti o linee di credito normalmente avranno una diversa forma tecnica (aperture di credito in c/, linee di credito autoliquidanti ecc.), diverse condizioni di rischio, differenti durate, conseguentemente anche diversi tassi “finiti” (o, in termini equivalenti, diversi spread applicati a uno o più tassi base). Nondimeno, se si considera che ciascun tasso d'interesse, fisso o variabile che sia, può essere scomposto in un tasso di mercato (ad es. Euribor se variabile, Eurirs se fisso) e in uno spread che compendia i rischi dell'operazione, di controparte ecc., sembra possibile – sempre nella logica della correlazione “elevata” e non “perfetta” – enucleare dalle diverse linee di credito una componente comune, che prescinde dalle specificità delle singole linee di credito, da assumere come parametro per il calcolo dei pagamenti che il cliente deve ricevere per ridurre e/o elidere il rischio dell'esposizione. Ad es. dato un tasso variabile comune, i.e. utilizzato per la formazione del tasso “finito” di ciascuna linea di credito, offre copertura all'esposizione debitoria “aggregata” uno swap che prevede il diritto del cliente a ricevere detto tasso variabile contro l'obbligo di pagare un tasso fisso.

#### **4. (Segue).**

L'attrice pretende dichiararsi la nullità del derivato per carenza di causa in concreto, per “la mancanza di un rapporto di indebitamento sottostante a tasso variabile Euribor 3 mesi, con condizioni e parametri precisamente individuati, che presentasse caratteristiche omogenee, simmetriche ed adeguate rispetto a quelle previste nello strumento di Interest Rate Swap. La mancanza di un debito sottostante le cui caratteristiche tecniche siano replicate da quelle previste nel contratto di Interest Rate Swap fa venire meno uno dei principi fondanti di un derivato affinché esso possa essere considerato di





copertura. Pertanto, il Derivato de quo, anche a prescindere dalla struttura di pagamento prevista, non avrebbe potuto svolgere una funzione di copertura: ciò perché il medesimo contratto non fu negoziato a fronte di un effettivo indebitamento specificatamente e puntualmente individuato” (citazione pag. 14 ss.).

La convenuta replica che “la Società aveva stipulato in data 19.2.2010 con [REDACTED], il contratto di locazione finanziaria per € 2.541.170,00 con tasso indicizzato all’Euribor a tre mesi (doc. 2). Nel bilancio al 31.12.2010, il debito residuo riferito a detto contratto di leasing viene indicato di € 1.635.578 (doc. 3)” e che all’epoca della negoziazione dello swap “la Società aveva ottenuto da Mediocredito la disponibilità a concedere un finanziamento dell’importo di € 1.600.000 con tasso di interesse parametrato al tasso Euribor. Il finanziamento venne poi concesso in data 1.3.2011 con atto a rogito notaio [REDACTED] rep. 4.319, racc. 3.333 (doc. 4)” (comparsa di risposta pag. 7) e che, pertanto, la società attrice “era effettivamente soggetta alle variazioni del tasso Euribor a 3 mesi, oltre a dichiarare alla Banca di avere un indebitamento a tasso variabile a medio lungo termine di € 2.577.000 con scadenza al 11.12.2028 (cfr. doc. 9)” (comparsa di risposta, pag. 14).

La proposta di contratto del 23.11.2010 (doc. 9 conv.), sottoscritta dalla Società, indica un’esposizione debitoria a medio-lungo termine di € 2.577.000 con scadenza a dicembre 2028. Per importi e scadenza, l’indebitamento sottostante è quello relativo alla locazione finanziaria conclusa da [REDACTED] con [REDACTED] a febbraio 2010, concluso per la somma capitale di € 2.541.170 e per la durata di n. 216 mensilità (pari a 18 anni).

La scadenza nel mese di dicembre 2028 non è chiaramente ricostruibile, ma non è nemmeno incompatibile con il dato contrattuale della locazione, visto che dal documento di sintesi (pag. 1 di 20, doc. 2 conv.) risulta che l’oggetto del contratto consisteva in un impianto fotovoltaico da realizzare su un terreno agricolo concesso in diritto di superficie, sito nel Comune di [REDACTED], con decorrenza delle rate mensili “dal primo giorno del 1° mese susseguente alla consegna (artt. 3 e 9)”. In ogni caso, anche a tenere ferma la decorrenza dal mese di febbraio 2010 e quindi a fissare la scadenza del contratto a inizio 2028, è certo che la durata di questo contratto oltrepassa di gran lunga quella del derivato (novembre 2015).

Il contratto di finanziamento, concluso a marzo 2011 con [REDACTED], successivamente all’accensione del derivato, in linea teorica, non dovrebbe essere considerato nella valutazione di efficacia (elisione di un rischio esistente) e di efficienza (non esposizione a un rischio inutile) della copertura, che deve essere frutto di programmazione e non di accidentale casualità. Tuttavia, la contestualità tra l’accensione del derivato e la positiva deliberazione del mutuo con Mediocredito, già affermata dalla convenuta, è stata confermata, seppure con qualche prevedibile confusione sulle date,



dalla stessa ex legale rappresentante di [REDACTED], sig.ra [REDACTED], sentita come testimone: “Abbiamo avuto la deliberazione positiva del mutuo. ADR era settembre/ottobre. Non abbiamo mai richiesto alcun derivato anche perché sapevamo di che cosa si trattava. [...] Quando ci hanno convocati, ci hanno messo sotto gli occhi i documenti sia del mutuo sia del derivato, spiegandoci che soltanto dopo aver firmato l’OTC avremmo potuto firmare il mutuo”.

Considerando entrambi i contratti, nei cinque anni di durata il capitale di riferimento dell’IRS risulta sempre inferiore alla somma dei debiti residui, di modo che la correlazione di quest’elemento appare elevata. Il C.T.U. ha rilevato “eccessi di copertura” su entrambi i contratti individualmente considerati (pag. 49 e 52), ma la valutazione dev’essere fatta aggregando i capitali. Esiste, tuttavia, un altro aspetto problematico, che pregiudica “l’elevata correlazione” tra gli elementi portanti del derivato e dell’esposizione debitoria sottostante e riguarda il tasso d’interesse.

Entrambi i contratti sottostanti sono indicizzati al parametro Euribor 3 mesi e risultano correlati all’IRS Tasso certo, che prevede che la Società ceda alla Banca il tasso Euribor 3 mesi e acquisti il tasso fisso del 2,37%: per l’effetto, il tasso “sintetico” pagato dal cliente, risultante dall’effetto combinato del finanziamento e dello swap di copertura, dovrebbe risultare sempre pari a 2,37% (oltre allo spread applicato sul finanziamento), poiché i reciproci debiti e crediti al tasso Euribor 3 mesi si elidono senza residui.

Tuttavia, il contratto di leasing prevede una clausola floor, fissata allo 0,52%, che trasforma il tasso contrattuale da variabile a fisso, per valori di Euribor 3 mesi al di sotto di tale soglia. Correttamente, osserva il C.T.U. che “questo elemento riduce la correlazione con il contratto IRS Tasso Certo poiché il cliente, sul debito residuo del contratto di leasing, non avrebbe potuto beneficiare della riduzione del tasso variabile e il contratto IRS non prevede clausole di segno opposto finalizzate a sterilizzare tale incongruenza” (pag. 50).

Tale “incongruenza” comporta, per valori inferiori a 0,52%, un aumento del tasso “sintetico” del debito, in misura pari alla differenza tra il floor, di cui la società è debitrice in base al contratto di leasing, e il minor valore di Euribor 3 mesi, che la Società ha diritto di ricevere in forza dell’IRS Tasso certo. Quest’incongruenza non è dichiarata e è in contraddizione con l’enunciato “vantaggio” dello swap (vedi scheda prodotto, “vantaggi”, doc. 6 att., pag. 3) di dare al cliente “certezza dei flussi finanziari legati al proprio indebitamento rendendolo indifferente all’andamento dei tassi d’interesse”.

La parte di indebitamento affetta da quest’incongruenza non è trascurabile, pur considerando che l’esposizione sottostante è data dal debito aggregato, riveniente dai due contratti di finanziamento, e che il debito relativo al finanziamento concesso da Mediocredito Italiano non manifesta problemi di correlazione in punto tasso d’interessi.





È infatti da osservare che, da novembre 2010 a marzo 2011, l'unico indebitamento oggetto di copertura è quello derivante dal contratto di leasing, che prevede la cit. clausola floor. Da dicembre 2011 a novembre 2015, durata programmata dello swap, il capitale di riferimento del derivato (invariante; è uno strumento "non amortizing") risulta sempre superiore per quote crescenti (vedi tabella pag. 52 C.T.U.) rispetto al debito residuo del finanziamento Mediocredito Italiano e quindi è destinato a coprire il residuo debito del leasing, portando nuovamente alla luce la mancanza di "elevata correlazione" riguardo all'elemento essenziale del tasso d'interesse.

Il C.T.U. ha anche dato un peso al difetto di "elevata correlazione", considerando i numeri debitori aggregati riferibili a ogni scadenza all'indebitamento con Mediocredito, dove la correlazione è elevata, e per differenza al contratto di leasing, dove la correlazione esiste, ma non può ritenersi elevata e concluso che "la percentuale di nozionale dell'IRS che nel corso dell'intera durata del contratto ha una correlazione NON elevata è pari al 20,76% mentre la percentuale di nozionale dell'IRS che nel corso dell'intera durata del contratto ha una correlazione molto elevata è pari al 79,24%; solo se tale valutazione, di tipo aggregato, possa ritenersi, nel suo complesso, ad elevata correlazione allora potrà dirsi rispettata la compliance alla raccomandazione Consob sotto il profilo della correlazione tra IRS e oggetto della copertura" (pag. 54 relazione; vedi per lo sviluppo dei calcoli all.10).

Il C.T.U. ha posto inoltre (ibidem) una questione di interpretazione delle cit. Comunicazioni Consob: se il requisito di "elevata correlazione" tra le caratteristiche del derivato e quelle dell'indebitamento sottostante debba essere verificato "- per l'intera durata del contratto IRS; - con riferimento a tutti gli elementi oggetto della valutazione di correlazione (precipuamente correlazione fra nozionale IRS e indebitamento, correlazione tra scadenze e correlazione tra tassi di interesse)" o possa invece tollerare disallineamenti, di imprecisata entità, alla luce di un'interpretazione che lo stesso C.T.U. definisce "indulgente" delle indicazioni fornite da Consob.

Il punto non è trattato nelle comunicazioni Consob, ma la questione riceve soluzione, considerando che: 1) il derivato di copertura deve elidere il rischio esistente (efficacia) e non esporre il cliente inutilmente a un rischio nuovo (efficienza), tanto più se non ne ha ricevuto adeguata informazione precontrattuale; 2) l'assenza di elevata correlazione comporta normalmente l'esposizione del cliente a nuovo rischio – si pensi a un capitale di riferimento superiore all'indebitamento sottostante – e quindi imprime al derivato una venatura speculativa, che è incompatibile con "l'obiettivo di investimento" del cliente, può arrecare pregiudizio ai suoi "interessi" e richiede di essere adeguatamente rappresentato e accettato, a pena di inesatto adempimento della prestazione.

Nella specie: 1) l'inesattezza non è trascurabile, poiché i flussi generati dal derivato privi di elevata correlazione sono circa un quinto del totale; 2) l'inesattezza era certamente conoscibile ex ante e



quindi evitabile, visto che il contratto di leasing è stato stipulato prima del derivato e non poteva non essere conosciuto dalla Banca, nei suoi elementi essenziali, tra cui ovviamente il tasso, tanto più che è richiamato implicitamente nella stessa proposta di contratto, come parte dell'indebitamento a medio-lungo termine oggetto di copertura; 3) infine, il cliente non ha ricevuto un'adeguata informazione, poiché nella scheda prodotto l'IRS Tasso certo è raccomandato a chi voglia "certezza dei flussi finanziari legati al proprio indebitamento rendendolo indifferente all'andamento dei tassi d'interesse" e ciò non è vero nel caso di specie, per valori di Euribor 3 mesi inferiori a 0,52%.

**5. Indicazione del Mark to market in generale.** L'ordinamento non offre in generale tutela a schemi contrattuali idiosincratici o irrazionali, perché, non rispondendo all'utilità sociale, essi non sono meritevoli ai sensi dell'art. 1322 c.c.. Non v'è ragione di trattare diversamente un derivato OTC e giudicarlo meritevole, ancorché generi un'alea "non razionale". Meno semplice è individuare le caratteristiche che lo swap OTC deve possedere per superare il test di razionalità.

Le Sezioni Unite (12.5.2020 n. 8770) hanno espresso il convincimento che sia "necessario verificare - ai fini della liceità dei contratti - se si sia in presenza di un accordo tra intermediario ed investitore sulla misura dell'alea, calcolata secondo criteri scientificamente riconosciuti ed oggettivamente condivisi, perché il legislatore autorizza questo genere di 'scommesse razionali' sul presupposto dell'utilità sociale delle scommesse razionali, intese come specie evoluta delle antiche scommesse di pura abilità" (§ 6.2.) ed enunciato categoricamente una serie di punti dell'accordo sulla "misura dell'alea" (Mark to market, scenari probabilistici, costi impliciti).

La misura dell'alea contrattuale consiste in sintesi nelle probabilità di guadagno/perdita che lo strumento derivato è in grado di generare in futuro, dall'accensione fino alla scadenza. La probabilità può essere tema di valutazioni, dall'entità del guadagno/perdita massimi potenziali a come si distribuisca il rischio tra le parti ecc., ma è in generale compendiate in un numero, appunto il Mark to market (MTM), che è la stima del costo di sostituzione, ossia il costo al quale le parti negozierebbero la risoluzione anticipata del contratto o un terzo estraneo potrebbe consentire a subentrare nell'operazione, in luogo della parte in perdita.

Il MTM è un valore di stima e non un prezzo, ossia non è un'obbligazione che sorge dal contratto stipulato. Seppure la chiusura anticipata o rinegoziazione degli swap OTC è evenienza tutt'altro che infrequente, l'estinzione anticipata del derivato non è oggetto di un diritto potestativo di una delle parti (salvi i casi di recesso causale concessi alla banca: vedi art. 12 del contratto quadro), ma può essere oggetto di "accordo tra le stesse" (art. 17), con conseguente pagamento dell'importo "corrispondente al valore di mercato del Contratto stesso, calcolato secondo criteri generalmente accolti nel mercato" (sez. B, art. 28).





Cfr. C.T.U. pag. 38: “il mark to market rappresenta una proiezione finanziaria che si basa su curve di tassi attesi, in un dato momento. Le curve dei tassi sono frutto di aspettative e sono costruite in base a *stime* – intrinsecamente ritenute coerenti e comunque accettate - ma, pur sempre, *stime*; conseguentemente il mark to market rappresenta esso stesso la *stima* di un valore di flussi finanziari attualizzati *attesi in un dato momento* (o proiezione o valore teorico, che dir si voglia) e pertanto nel caso di specie, essendo il mark to market negativo, esso rappresenta - dal lato del cliente - il costo atteso dal mercato in quel dato momento, in base al funzionamento dell’IRS e sulla base dei flussi finanziari attualizzati calcolati sulle curve dei tassi forward, e dunque - in quel dato momento - attesi. Ma questo costo rappresenta, appunto, un costo atteso che – proprio in quanto tale - non necessariamente è soggetto a manifestarsi”.

Poiché il metodo di calcolo del MTM consente una simulazione giornaliera dei guadagni/perdite che lo strumento è in grado di produrre, alle scadenze successive fino alla chiusura, sulla base del valore attuale assunto dai parametri contrattuali, il MTM può definirsi come il valore corrente di mercato dello swap.

Nonostante la corretta qualificazione del MTM come valore stimato e non come “prezzo” (oggetto di obbligazione), Cass. sez. un. 8770/2020 ritiene che esso formi oggetto di accordo come “misura dell’alea”, ma l’affermazione appare poco controllata: se per “accordo” s’intende il risultato di un negoziato tra le parti sulle condizioni economiche dell’operazione, allora i punti dell’accordo – scontata la diversa forza contrattuale delle parti – sono le variabili “indipendenti” dello swap, sulle quali l’accordo non manca mai: nozionale, parametri di calcolo dei flussi, spread, eventuali opzioni ecc..

La probabilità di guadagno/perdita dello strumento alla data di conclusione del contratto (la “misura dell’alea”) non s’aggiunge alle condizioni economiche, ma dipende dal “settaggio” (equilibrio/squilibrio) dei parametri contrattuali ed è quindi una variabile “dipendente” che dovrebbe essere, più che un punto d’accordo, un’informazione che l’intermediario deve rendere nota al cliente, al momento della conclusione del contratto, nel rispetto degli obblighi di diligenza e trasparenza previsti dall’art. 21 TUF.

La sentenza n. 8770 discute di costi impliciti e correttamente rileva (§ 4.6.) che, “se lo swap stipulato dalle parti è non par, con riferimento alle condizioni corrispettive iniziali, lo squilibrio così emergente esplicitamente dal negozio può essere riequilibrato con il pagamento, al momento della stipulazione, di una somma di denaro al soggetto che accetta le pattuizioni deteriori: questo importo è chiamato upfront e i contratti non par che non prevedano la clausola di upfront hanno nel valore iniziale negativo dello strumento il costo dell’operazione (nella prassi, il compenso dell’intermediario per il servizio fornito),



costo che non deve essere occultato perché fornisce al cliente l'indicazione della partenza sbilanciata dell'operazione a suo svantaggio".

In termini più stringati, il MTM negativo di uno swap rappresenta sia il costo dell'operazione che l'intermediario addebita al cliente (margine, costo della copertura), sia la probabilità di guadagno/perdita dell'operazione al momento della stipula, che dipende dal (ed evidenzia il) settaggio non equilibrato dei parametri a svantaggio del cliente, rispetto alla parità teorica. L'eventuale upfront concesso riduce il costo dell'operazione, ma non corregge lo squilibrio genetico dei parametri, dai quali dipendono le probabilità di guadagno/perdita.

Benché le Sezioni Unite indichino l'omissione del MTM come causa di nullità del contratto, la mancata comunicazione delle probabilità di guadagno/perdita dello strumento rappresenta anzitutto una violazione degli standard di correttezza e trasparenza ex art. 21 TUF, che può pregiudicare efficacia e razionalità della gestione del rischio e il raggiungimento degli obiettivi del cliente, secondo il criterio del miglior rapporto costi/benefici.

Primo, secondo la nota teoria dei mercati efficienti, la quotazione di mercato di uno strumento finanziario riflette le informazioni disponibili e riassume le aspettative degli operatori sull'andamento futuro del medesimo (o del valore, attività sottostante). Questo semplice e immediato meccanismo di *fair valuation* manca però, per definizione, nei derivati negoziati over the counter, visto che al mercato (c.d. intra-dealer) partecipano soltanto gli intermediari e che la sofisticatezza dello strumento, anche del tipo più semplice, rende poco intellegibili, da parte di un operatore non professionale, i rischi inerenti e quindi il giusto prezzo dello strumento, enfatizzando l'asimmetria informativa naturalmente esistente tra le parti.

L'esigenza del cliente di comprendere le probabilità di guadagno/perdita esistenti al tempo di conclusione del contratto sussistono, pur quando lo swap è costruito con funzione di copertura e raggiunge l'obiettivo di stabilizzare i flussi finanziari, visto che ogni swap comporta naturalmente un rischio "trattenuto", come contropartita del rischio "ceduto", e che la rigidità dello strumento non consente alla parte in perdita di chiudere l'esposizione o rinegoziare le condizioni economiche, senza al contempo liquidare tutta la perdita futura e potenziale fino a scadenza, calcolata ai valori attuali.

Come ricorda la sentenza n. 8770 (§ 4.6.), la rinegoziazione comporta lo scioglimento per mutuo dissenso ("cancellazione") del primo swap e l'accensione di un secondo, che registra lo squilibrio e lo trasferisce sulla nuova struttura, che infatti esprime un MTM iniziale per definizione negativo e almeno pari alla perdita; al contempo, resta aperta l'esposizione delle parti ai rispettivi rischi. Per preservare almeno formalmente l'equilibrio tra le reciproche prestazioni, lo swap sostitutivo prevede l'accredito al





cliente di un upfront pari all'addebito, che viene quindi chiuso contabilmente senza un movimento di denaro.

La rinegoziazione può procrastinare nel tempo la perdita maturata, diluirla (se ad es. viene prolungata la durata del contratto rispetto allo swap originario) e, al limite, può far assumere all'esposizione in derivati del cliente una connotazione fortemente speculativa, a prescindere dalla funzione di copertura del primo contratto, nella misura in cui il contratto rinegoziato, per riassorbire la perdita maturata, contenga caratteristiche (nozionale, durata e parametri) prive di "elevata correlazione" rispetto all'esposizione esistente.

In conclusione, il MTM, come valore di mercato che riassume le probabilità di guadagno/perdita, pur non essendo oggetto né prezzo, appare comunque indispensabile per valutare ex ante la razionalità della gestione del rischio, i.e. dello scambio tra rischio "ceduto" e rischio "trattenuto", anche quando lo swap nasce – come normalmente accade – con funzione di copertura, poiché non appare possibile contenere o ridurre efficacemente il rischio esistente, senza conoscere probabilità ed entità dei rischi assunti.

Secondo, lo swap par (ossia con valore di mercato pari a 0) non esiste, se non in linea teorica, e certamente non esiste mai nel rapporto tra intermediario e cliente, visto che il caricamento del margine e dei costi dell'intermediario sposta sempre e legittimamente il valore dello swap in terreno negativo ("non par") – come riconoscono le Sezioni Unite (§ 4.6., sopra) –, ma in una misura non precisamente conosciuta nell'entità, se non viene fornito il dato del MTM: che risulta, dunque, di nuovo imprescindibile per la trasparenza dei rapporti.

**6. Metodo di pricing in generale.** Dopo le Sezioni Unite, la successiva Cass. 29.7.2021 n. 21830 (in motivazione § 2.9.1.) ha affermato che il MTM "quale sommatoria attualizzata dei differenziali futuri attesi sulla base delle condizioni dell'indice di riferimento al momento della sua quantificazione, ovviamente presuppone il richiamo al tasso di interesse di riferimento, ma necessita altresì di essere sviluppato attraverso un conteggio che, mediante il ricorso a differenti formule matematiche, consenta di procedere all'attualizzazione dello sviluppo prognostico del contratto sulla base dello scenario esistente al momento del calcolo del mark to market. Precisato, quindi, che, per definizione, quest'ultimo non può essere pattuito in modo determinato, trattandosi di un valore destinato necessariamente a mutare a seconda del momento del suo calcolo e dello scenario di riferimento di volta in volta esistente, affinché possa sostenersi che esso sia quanto meno determinabile è comunque necessario che sia esplicitata la formula matematica alla quale le parti intendono fare riferimento per procedere all'attualizzazione dei flussi finanziari futuri attendibili in forza dello scenario esistente. Ciò si rende necessario in quanto detta operazione può essere condotta facendo ricorso a formule



matematiche differenti, tutte equivalenti sotto il profilo della loro correttezza scientifica, ma tali da poter portare a risultati anche notevolmente differenti fra di loro”.

È degno di nota che i modelli matematici in circolazione richiedono per essere compresi e utilizzati il possesso di conoscenze evolute di calcolo delle probabilità e matematica finanziaria, che non sono richieste al cliente non professionale. La questione della contrattualizzazione del metodo, diversamente dall’indicazione del fair value, non attiene dunque alla trasparenza del derivato: non pare un caso che la Consob, mentre ha raccomandato (comunicazione 2.3.2009) agli intermediari, ai fini della trasparenza contrattuale, di “effettuare la scomposizione (c.d. unbundling) delle diverse componenti che concorrono al complessivo esborso finanziario sostenuto dal cliente [...] distinguendo fair value [...] e costi – anche a manifestazione differita - che gravano, implicitamente o esplicitamente, sul cliente. A quest’ultimo è fornita indicazione del valore di smobilizzo dell’investimento nell’istante immediatamente successivo alla transazione, ipotizzando una situazione di invarianza delle condizioni di mercato” e “le risultanze di analisi di scenario di rendimenti”, non ha invece richiesto di “condividere” con la clientela il modello di pricing. Che “le modalità di calcolo possano risultare difficilmente comprensibili, specie se la controparte non riveste la qualità di cliente professionale” è ad ogni modo riconosciuto dalla stessa Cass. 29.7.2021 n. 21830.

Il profilo qui in discussione riguarda invece le qualificazioni dell’oggetto del contratto che, ai sensi dell’art. 1346 c.c., deve essere determinato o determinabile, oltre che lecito e possibile. Per condivisa giur., la determinabilità non può ritenersi in generale soddisfatta, quando “la misura della prestazione sia discrezionalmente determinata, sia pure in presenza di precise condizioni legittimanti, da una soltanto delle parti” (Cass. 29.2.2008 n. 5513; in senso conforme Cass. 12.4.2002 n. 5281), di modo che la contrattualizzazione di una in particolare tra le “formule matematiche differenti, tutte equivalenti sotto il profilo della loro correttezza scientifica, ma tali da poter portare a risultati anche notevolmente differenti fra di loro”, dovrebbe servire a ridurre e al limite a evitare del tutto la discrezionalità.

Per verificare l’applicabilità al caso di specie della regola di giudizio fissata dalla Cassazione è stato affidato al C.T.U. un quesito sulle modalità di pricing di un derivato OTC “della tipologia di quello all’odierno esame”, quesito articolato su questi punti preliminari: 1) se esistano diversi metodi di calcolo, 2) se i diversi metodi restituiscano risultati, a parità di condizioni, equivalenti (“omogenei”) o differenti.

Il C.T.U. ha ricordato che “la dottrina finanziaria ha sviluppato numerosi modelli matematici di approccio alla loro valutazione degli strumenti derivati” (Black & Scholes, Hull – White a 1 o 2 fattori, ecc.). Tuttavia, per determinare il fair value di un derivato IRS che prevede il puro e semplice scambio di flussi finanziari a tasso fisso e a tasso variabile (cd. plain vanilla), che è “in assoluto, il più semplice,





lineare e agevole da valutare di tutti i contratti interest rate swap”, esiste “un metodo di pricing universalmente utilizzato ed accettato, comunemente definito discounted cash flow method, ovvero un metodo che si basa sull’attualizzazione dei flussi finanziari attesi di scambio (tasso fisso e tasso variabile)” e “un vero e proprio mercato attivo intra-dealer che si basa su tale metodologia di calcolo”, di modo che “il valore del mark to market di tali prodotti calcolato dalle piattaforme finanziarie – come già anticipato - costituisce, di fatto, la base di calcolo del prezzo di vendita e/o trasferimento utilizzata nel mercato interbancario per siffatta tipologia di contratti” (pag. 27 ss.).

Tale metodo si basa su “tecniche di interpolazione e costruzione delle curve forward, che sono nella comune disponibilità di coloro che dispongono delle principali piattaforme finanziarie (Bloomberg in particolare, essendo la più diffusa, ma anche Reuters o altre piattaforme minori); tali piattaforme forniscono i tassi forward che sono tassi di interesse impliciti nella curva dei tassi spot e rappresentano il rendimento implicito nella curva dei tassi spot di un titolo zero coupon con inizio differito; sulla base di tali tassi forward (per la quota soggetta a tasso variabile) e del tasso fisso dell’IRS vengono calcolati gli interessi (attivi e passivi) e il loro valore viene attualizzato in base ad opportuni fattori di attualizzazione; il risultato è, in sintesi, il mark to market del prodotto”.

Pur non volendo generalizzare, il C.T.U. ha espresso altresì il suo motivato convincimento che l’applicazione di questa metodologia di calcolo, anche se implementata su piattaforme diverse, “tende, in realtà, a fornire risultati omogenei” (C.T.U. pag. 33).

Il C.T.U. ha pertanto concluso in modo stringente, logicamente motivato e convincente che “per la determinazione del mark to market di un contratto derivato IRS plain vanilla esiste una metodologia (implementata sulle principali piattaforme finanziarie quali Bloomberg, Reuters o su altre minori) di universale utilizzo e accettazione e che costituisce lo standard per la negoziazione dei prezzi delle transazioni finanziarie internazionali attinenti a tali contratti (metodo del discounted cash flow)” e che “tenuto conto della semplicità e della linearità del contratto di *interest rate swap* oggetto della controversia e del fatto che il *mark to market* di tali tipologie di contratti (IRS di tipo *plain vanilla*) è determinabile con metodo di comune e universale utilizzo, laddove il quesito chiede “...se il cliente abbia ricevuto elementi sufficienti a verificare (anche rivolgendosi a professionista di settore) la correttezza del dato fornitogli” la risposta non può che essere positiva: qualsiasi istituzione, società o professionista che operi nel settore finanziario e che disponga di una piattaforma Bloomberg o Reuters o che, comunque, disponga dei dati storici necessari per il calcolo (curve *forward*) può, e anche in modo relativamente rapido, fornire indicazione di un dato relativo al *mark to market* del contratto *de quo* [...]” (pag. 59-60).



Lo scrivente conviene con l'opinione del C.T.U., nel senso che la diffusione di un metodo di calcolo, la presenza di dati obiettivi di mercato verificabili e valutabili, anche a posteriori, da professionisti di fiducia del cliente, e il tendenziale allineamento dei risultati escludono che l'affidamento all'intermediario di rilevare il valore corrente di mercato del contratto "secondo criteri generalmente accolti nel mercato medesimo" (doc. 9 conv.; art. 7 per le comunicazioni periodiche e art. 28 per il caso di sostituzione) possa attribuire al medesimo una posizione di discrezionalità, al limite dell'arbitrio, tale da inficiare ex art. 1346 c.c. la determinabilità dell'oggetto del contratto o rendere possibile, nella logica della causa in concreto, una "deviazione" dalla finalità dichiarata.

Su queste premesse, la regola di giudizio formulata dalla giur. di legittimità, seppure condivisibile, deve restringersi nel campo applicativo ai derivati non standardizzati, che presentino opzioni o altre componenti "esotiche" o per i quali non siano semplicemente disponibili quotazioni di mercato: casi in cui la cit. Comunicazione 2.3.2009 della Consob non a caso richiede di determinare il fair value non per il tramite del ricorso ai dati di "mercato" (mark to market), ma applicando modelli teorici di pricing (cd. mark to model).

**7. Scenari probabilistici in generale.** Secondo Cass. sez. un. 8770/2020, l'accordo tra intermediario e cliente "non deve limitarsi al mark to market, ma investire anche gli scenari probabilistici, poiché il primo è semplicemente un numero che comunica poco in ordine alla consistenza dell'alea. Esso dovrebbe concernere la misura qualitativa e quantitativa dell'alea" (§ 6.2.).

Anche quest'affermazione, nella sua categoricità, appare poco controllata. In primo luogo, si ripropone la confusione tra ciò che è tema di "accordo", e quindi oggetto o contenuto del contratto, e le informazioni che l'intermediario è tenuto a fornire, prima della conclusione dello swap, affinché il cliente possa approvare lo strumento propostogli come coerente con i suoi "obiettivi di investimento" (art. 40 Reg.).

La "probabilità" di guadagno/perdita, in funzione dell'accadimento di eventi favorevoli o avversi al cliente, può essere oggetto di apprezzamenti e simulazioni di rendimento, che l'intermediario è professionalmente organizzato per elaborare e che deve rendere noti al cliente in osservanza degli obblighi di diligenza, correttezza e trasparenza ex art. 21 TUF, ma nessun intermediario è in grado di garantire che l'oscillazione del sottostante (in specie i tassi d'interesse) resterà all'interno della fascia di rischio rappresentata, atteso che – e si vuol dire ovviamente – le dinamiche sono fuori dalla sua sfera di controllo e, nel lungo periodo e talora anche nel breve, fuori dalla capacità previsionale, in assenza di una sfera di cristallo.

Ad esempio, il derivato concluso contro il rialzo dei tassi d'interesse a novembre 2010 ignora che, di lì a breve, nell'inverno successivo si verificherà in Europa una crisi del debito sovrano, tra cui quello





italiano, e che, nell'estate 2012, la Banca Centrale Europea deciderà di difendere l'Euro "whatever it takes", immettendo liquidità sul mercato con acquisti massivi di titoli di Stato, che terranno l'Euribor vicino allo zero, fino a spingerlo in territorio negativo.

Probabilità e scenari probabilistici, simulazioni di rendimento sono dunque informazioni e non patti contrattuali, per quanto contenuti all'interno di un contratto o della documentazione precontrattuale.

È lecito chiedersi se il cliente abbia interesse a conoscere gli scenari di rischio futuro, se il derivato propostogli ha finalità di copertura ed effettivamente realizza una piena neutralizzazione del rischio, senza residui, visto che perdita e guadagno appaiono in tal caso destinati a compensarsi (ad es. il cliente deve pagare Euribor 3 mesi sul finanziamento, ma riceve Euribor 3 mesi sull'IRS).

Riprendendo quanto già scritto in tema di MTM, deve tuttavia osservarsi che la neutralizzazione tramite lo swap di un certo rischio (di rialzo del tasso) comporta l'assunzione di un'esposizione illimitata al rischio opposto (di ribasso dei tassi), per tutta la durata del contratto, e l'impossibilità di chiudere l'esposizione senza al contempo versare all'intermediario il valore negativo attuale del contratto, ossia liquidare per intero tutta la perdita anche futura. Pertanto, appare ragionevole e doveroso fornire, in ogni caso, al cliente un'informazione circa il valore delle perdite che lo strumento potrebbe accumulare a scadenza, per consentirgli di esprimere una preferenza razionale tra la conservazione del rischio esistente e l'assunzione del rischio nuovo. Evidentemente, tale informazione deve essere fornita prima della conclusione del contratto (cfr. art. 34 Reg. 16190/07).

Il secondo punto su cui l'affermazione delle Sezioni Unite richiede di essere verificata riguarda gli "scenari probabilistici", di cui la sentenza non indica il contenuto, né una specifica fonte normativa.

Ora, ai sensi dell'art. 31 Reg. 16190/07 ("informazioni sugli strumenti finanziari"), allora vigente, la descrizione dello strumento deve "illustra[re] le caratteristiche del tipo specifico di strumento interessato, nonché i rischi propri di tale tipo di strumento, in modo sufficientemente dettagliato da consentire al cliente di adottare decisioni di investimento informate". Non è indicato il grado di dettaglio richiesto allo scopo, ma la stessa Consob raccomandò a marzo 2009 di fornire al cliente "analisi di scenario di rendimenti", come elemento "utile" a consentire una decisione informata e razionale. Questo appare essere anche l'unico riferimento, di tipo normativo o regolamentare, a "scenari" al tempo della negoziazione del derivato, che è evidentemente il momento rilevante a cui deve riferirsi la valutazione del comportamento dell'intermediario, sia che ci si collochi nella prospettiva della responsabilità per violazione degli obblighi ex art. 21 lett. a) TUF, sia (e a maggior ragione) che si consideri la possibile invalidità del contratto per immeritevolezza della causa o sviamento dalla causa in concreto.

**8. Segue.**



Nella specie, l'intermediario ha indicato nella Proposta di contratto IRS Tasso Certo il MTM iniziale, in percentuale (1,350%) sul Capitale di Riferimento (di € 1.500.000), la scomposizione degli oneri che concorrono alla determinazione del MTM, consistenti nel costo della copertura (-0,100%) e nel margine di intermediazione applicato al cliente (- 1,250%) e il costo massimo di smobilizzo della posizione nella medesima giornata, ipotizzando l'invarianza delle condizioni di mercato (- 2,350%).

Come rilevato dal C.T.U. (pag. 15-16), il dato del costo massimo di smobilizzo risulta dalla scheda prodotto (doc. cit.) che, nella sezione "oneri a carico del cliente", evidenzia "le componenti che formano tale costo di smobilizzo che risultano variabili, ovvero si riducono progressivamente, in proporzione alla durata dell'IRS: nella menzionata Scheda prodotto Tasso Certo infatti si desume che il costo dell'operazione in caso di estinzione anticipata non potrà essere superiore alla sommatoria: - del valore del mark to market; - di un costo di copertura pari allo 0,10% per anno di durata o durata residua dell'operazione;- di un margine pari allo 0,10% per anno di durata o durata residua dell'operazione; per modo che, il costo di smobilizzo del contratto un'istante dopo la stipula è costituito da un costo massimo, appunto, di -2,350%", che è stato correttamente indicato nella "proposta di contratto IRS", ed è pari a: MTM -1,35%; costo di copertura -0,5% (ovvero -0,10% x 5 anni); margine -0,5% (ovvero -0,10% x 5 anni).

Tuttavia, nella scheda prodotto, l'indicazione del MTM è approssimata per difetto rispetto al più probabile valore di mercato del derivato alla data di stipulazione, secondo l'analitica esposizione delle verifiche compiute dal C.T.U. a tale fine, ma soprattutto è macroscopicamente sottovalutata l'entità delle perdite potenziali (*expected shortfall*), motivo per cui non può ritenersi provato che l'intermediario abbia consigliato uno strumento efficiente nella gestione del rischio, né che abbia rappresentato in modo trasparente al cliente i costi e i rischi dell'operazione, con ciò violando i doveri di prestazione di cui all'art. 21 lett. a) TUF e 40 Reg. 16190/07, con le note conseguenze di cui all'art. 23 TUF.

L'applicazione al capitale di riferimento della percentuale indicata del -1,350% restituisce un MTM negativo alla stipula di € 20.250,00. Il dato risulta approssimato per difetto al più probabile valore del derivato, che il C.T.U. indica in € 24.167,00, sulla base dell'accesso alla piattaforma professionale Bloomberg, che è usata dagli intermediari per conoscere la quotazione in tempo reale degli swap *plain vanilla* e conserva le serie storiche giornaliere.

La differenza è obiettivamente modesta, se si considera un capitale di riferimento (invariante) di 1,5 mln di euro e la durata quinquennale del contratto e, soprattutto, che il MTM resta un dato probabilistico, da calcolare per approssimazione a partire dalle curve dei tassi *forward* messe a disposizione dalle piattaforme, e che le stesse quotazioni di mercato sono soggette a variazioni infra-





giornaliere che non sempre sono rese disponibili come parte delle serie storiche dei tassi. Ritiene, dunque, lo scrivente che tale divergenza non comporti una violazione degli obblighi di diligenza e trasparenza nei confronti del cliente, che possa essere apprezzata ai fini di un'eventuale risoluzione del contratto.

Ben diversa è la valutazione che riguarda le perdite potenziali. La scheda prodotto (doc. cit.) contiene una misura del “valore medio delle perdite cumulate a scadenza negli scenari più sfavorevoli”, proponendo un indicatore definito “Expected Shortfall” che misura il rischio in funzione della tipologia di prodotto e della sua durata. Come si legge nelle avvertenze, “la Classe di rischio è un indicatore sintetico, elaborato internamente dalla Banca, che misura il livello di rischiosità del prodotto finanziario derivato sulla base dei flussi di cassa negativi (per il Cliente) in cui mediamente il Cliente stesso può incorrere in caso di andamento particolarmente avverso per il tipo di operazione posta in essere dal Cliente. Le Classi vanno da 1 a 11; più alta è la Classe maggiore è la rischiosità del prodotto”.

Dalla tabella contenuta nella scheda prodotto e riportata a pag. 17 della C.T.U., risulta che un prodotto “Tasso certo” di durata quinquennale appartiene alla classe di rischio “2”, quindi molto bassa in una scala da 1 a 11, e, negli “scenari più sfavorevoli”, di cui non vengono specificate le condizioni, può generare “perdite cumulate a scadenza” comprese tra l'1% e il 2,5% del capitale di riferimento, come da tabella che segue (estratta da scheda prodotto e riportata a pag. 18 C.T.U.).

<b>EXPECTED SHORTFALL: Valore medio delle perdite cumulate a scadenza negli scenari più sfavorevoli: Tale valore medio è espresso in percentuale del Capitale di Riferimento</b>	
<b>Classi</b>	<b>Expected Shortfall (in % del Capitale di Riferimento)</b>
11	20.0% - 80.0%
10	17.5% - 20.0%
9	15.0% - 17.5%
8	12.5% - 15.0%
7	10.0% - 12.5%
6	8.0% - 10.0%
5	6.0% - 8.0%
4	4.0% - 6.0%
3	2.5% - 4.0%
2	1.0% - 2.5%
1	0.0% - 1.0%

Secondo la tabella, il valore medio delle perdite cumulate a scadenza, effettive e non semplicemente attese come il MTM, oscillerebbe tra 15.000 e 37.500 euro.

La convenuta non ha prodotto in giudizio, perché fosse sottoposto a esame, il modello di calcolo dell'*expected shortfall* utilizzato per la stima della perdita media, né ha indicato quali siano gli “scenari



più sfavorevoli” considerati ai fini dell’elaborazione della stima e il grado di probabilità che è stato assegnato a ciascuno scenario.

Il C.T.U. ha rilevato l’incongruenza tra l’indicazione di una perdita media cumulata a scadenza “negli scenari più sfavorevoli” e la stima di una perdita media compresa tra l’1% e il 2,5%, poiché tale intervallo è, ad un estremo, addirittura inferiore al MTM iniziale (negativo per 1,350%) che rappresenta, tuttavia, niente più che la perdita “attesa” iniziale e non quella maturata a scadenza in uno scenario, sia pure ipotetico, “tra i più sfavorevoli”.

Anche l’estremo opposto non è in grado di esprimere la media delle perdite cumulate in uno scenario “tra i più sfavorevoli”, poiché corrisponde a una variazione peggiorativa appena apprezzabile, di poco superiore allo 0,18% (18,53 bps<sup>2</sup>), applicata per tutta la durata contrattuale di cinque anni (pag. 24 ss. C.T.U.), che può manifestarsi facilmente e non può essere ovviamente definita come *worst case*.

L’implausibilità di un movimento tanto contenuto è evidente, avuto riguardo anzitutto alla volatilità “storica” del tasso Euribor: “se si considera, per esempio, che nel quinquennio antecedente alla data di stipula l’Euribor 3mesi si è ridotto, pur con andamenti alterni, dal 2,264% dell’01/11/2005 all’1,046% dell’01/11/20104 e quindi con una variazione in diminuzione di **121 bps**. Per questi motivi rappresentare una soglia massima delle perdite medie cumulate negli scenari più sfavorevoli (pari al 2,5%) che in concreto corrispondente ad una variazione compresa **tra circa 18/25 bps** (volendosi considerare sia i dati estratti da Bloomberg dal sottoscritto sia i dati estratti da Reuters dal CT di parte Intesa), **non appare coerente**” (pag. 26 ss.).

Inoltre, una volatilità tanto contenuta appare anche incoerente con le curve dei tassi forward disponibili al tempo della stipulazione dell’IRS, che segnalavano l’attesa di un movimento “da un tasso di poco superiore all’1% e termina con un tasso di poco superiore al 3% con un valore medio del tasso atteso, in corso di contratto, di poco superiore al 2%”, che corrisponde a una variazione media di 100 bps (C.T.U. pag. 71).

Oltre a dimostrare che la stima fornita dalla Banca al cliente non considera affatto movimenti dei tassi particolarmente sfavorevoli per il cliente e pertanto non è in grado di fornire informazioni utili, circa la media delle perdite cumulate negli scenari avversi, il C.T.U. ha fornito una plausibile stima delle perdite potenziali, sottoponendo l’IRS Tasso certo concluso il 23.11.2010 ad analisi di scenario (o di sensitività) ed eseguendo il calcolo del mark to market, con la riduzione del tasso variabile, sul quale sono calcolati i pagamenti dovuti al cliente, per un determinato ammontare di basis points e per tutta la durata contrattuale (*parallel shift*).

<sup>2</sup> Acronimo per “basis points”. Un basis point è la centesima parte di un punto percentuale, ad es. 1% contiene 100 bps.





Specificamente, il C.T.U. ha considerato variazioni peggiorative di - 50 bps, - 100 bps e - 150 bps e ha convincentemente difeso, contro le osservazioni del CTP della convenuta, sia la scelta metodologica sia la plausibilità delle riduzioni apportate. Come si legge a pag. 71 della relazione, la curva dei tassi forward, compendiata nel MTM iniziale, “parte, infatti, da un tasso di poco superiore all’1% e termina con un tasso di poco superiore al 3% con un valore medio del tasso atteso, in corso di contratto, di poco superiore al 2%”, di modo che postulare una riduzione di 50, 100 e 150 bps del parametro variabile equivale ad assumere per l’intera durata contrattuale un valore invariante o, in termini di maggior realismo, un valore medio spalmato sull’intera durata sostanzialmente pari, nei tre scenari, all’1,50%, all’1% e allo 0,50%: scenari certamente non implausibili, il secondo dei quali rappresenta il caso limite della sostanziale invarianza per cinque anni del tasso corrente alla data di stipula.

I risultati di queste analisi di scenario sono compendiati nella tabella di pag. 23, dove la perdita media cumulata a scadenza, assegnando ai tre scenari un pari grado di probabilità, risulta pari al valore medio (-6,42%). Anche a fissare un grado di probabilità decrescente in funzione dell’entità dello scostamento dalle attese, il valore della perdita potenziale non può essere inferiore al migliore degli scenari avversi (- 4%) ed è comunque largamente superiore alla più che ottimistica stima contenuta nella scheda prodotto.

		-50bps	-100bps	-150bps	-18,53bps
<b>MTM</b>		<b>(60.208,28)</b>	<b>(96.368,19)</b>	<b>(132.624,11)</b>	<b>(37.498,33)</b>
Capitale di riferimento		1.500.000,00	1.500.000,00	1.500.000,00	1.500.000,00
<b>MTM % su Capitale di riferimento</b>		<b>-4,01%</b>	<b>-6,42%</b>	<b>-8,84%</b>	<b>-2,50%</b>

La violazione dell’obbligo dell’intermediario di fornire informazioni sui rischi dello strumento, tali “da consentire al cliente di adottare decisioni di investimento informate” (art. 31 Reg. 16190/07), pertanto, sussiste ed è palesemente grave per gli effetti dell’art. 1455 c.c..

#### **9. Strumenti di copertura alternativi.**

In citazione (pag. 27), l’attrice contesta alla Banca di non aver sottoposto alla cliente, per il confronto, l’IRS Tasso certo con altri prodotti “semplici, noti, liquidi, a basso rischio e di analoga durata, né tantomeno con prodotti succedanei di larga diffusione e di adeguata liquidità, in modo da consentire all’attrice di assumere consapevoli scelte di investimento/disinvestimento. Come già detto, avendo l’odierna attrice un profilo conservativo, [redacted] avrebbe dovuto venderle un CAP contro il rischio di un rialzo dei tassi di interesse pagati sul debito sottostante (ove presente)”.

Come ricorda il C.T.U. (pag. 55), l’interest rate cap, “a fronte del pagamento del premio, conferisce il diritto di incassare la differenza (se positiva) tra il parametro di riferimento (es. Euribor 3 mesi) ed un



livello di tasso prefissato fisso (livello di *strike* del Cap) che nel caso di specie, per essere confrontabile con le pattuizioni espresse nell'IRS swap, deve essere valutato ad un prezzo strike del 2,37% (tasso pattuito per la gamba fissa dell'IRS *Tasso Certo*).

Il vantaggio di questo strumento è che la copertura dall'aumento dei tassi di interesse al di sopra della soglia del 2,37% è garantita e il costo è limitato unicamente al premio per modo che, in caso di riduzione dei tassi di interesse variabili il cliente beneficia di tale riduzione cui è soggetto il proprio indebitamento (tasso variabile). Nel caso del contratto IRS, invece, in caso di riduzione del tasso di interesse variabile dell'indebitamento sottostante il cliente pagherebbe comunque il tasso fisso del 2,37% sull'indebitamento a tasso variabile, vanificando il beneficio di una eventuale riduzione del tasso variabile”.

Per formulare opportune considerazioni in merito a questo aspetto, va da sé, occorre necessariamente accertare il *fair value (net present value)* ovvero il costo, sul mercato interbancario, di una opzione di interest rate CAP, da valutarsi: – alla data di stipula del contratto di IRS; – per la medesima durata; – con pagamenti previsti alle medesime scadenze; – con strike al 2,37%”.

Esiste accordo tra il C.T.U. e i CTP di parte attrice che il *fair value* di tale opzione, sul mercato interbancario, alla data di conclusione dell'IRS, ammontava a € 28.679,00 (vedi all. 11 C.T.U. – videata di calcolo estratta da Bloomberg) a cui deve aggiungersi il margine di intermediazione, che il C.T.U. ha indicato (in nota 10, pag. 56) nello 0,50% del capitale di riferimento (€ 7.500,00).

Il C.T.U. osserva che “sulla base delle *curve forward* disponibili alla data di stipula del contratto IRS il costo atteso di una soluzione di copertura di tipo CAP rispetto al contratto di IRS sarebbe stata superiore al costo di quest'ultimo di circa 4.000 oltre a commissioni (sempre considerando il MtM di euro - 24.167,00) con la differenza che: – mentre da un lato il *mark to market* del contratto di *swap* rappresenta un costo stimato atteso e si manifesta nell'arco del quinquennio di durata; – dall'altro lato il costo del premio CAP è effettivo giacché deve essere corrisposto al momento dell'acquisto dell'opzione (per il pagamento rateale, pure possibile, il costo dell'opzione sarebbe maggiore dovendosi incrementare degli interessi passivi sulla rateizzazione)”, correttamente osserva che la valutazione di convenienza non può essere affidata al senno di poi, ossia verificando il disastroso andamento dell'IRS Tasso certo, che ha prodotto differenziali negativi per oltre 140.000 euro, e conclude che “una valutazione *ex ante*, ovvero posizionata alla data di stipula del contratto IRS, non consenta di riconoscere necessariamente una astratta idoneità di copertura inferiore per l'IRS rispetto all'opzione CAP ove si tenga anche conto del maggior costo da sostenersi per tale prodotto alternativo e dello scenario complessivo alla data di stipula dell'IRS” (pag. 56-57).





Quest'analisi, pur ineccepibile, trascura di esaminare il tempo di manifestazione degli oneri, rispettivamente dovuti per il premio (unico) sull'opzione e per i differenziali negativi sul derivato, giacché l'opzione comporta un onere finanziario immediato e non diluito sull'intera durata contrattuale. Che un IRS possa produrre anche flussi positivi è di scarso rilievo, da quest'angolazione, almeno quando il derivato ha finalità di copertura e persegue, secondo gli obiettivi del cliente, una strategia di efficace neutralizzazione del rischio (i.e. esiste "elevata correlazione"), anche sotto il profilo delle scadenze di pagamento, poiché i flussi positivi prodotti dallo swap sono elisi dalla maggior spesa per interessi sul contratto di finanziamento.

In termini di costi, l'opzione ha un costo solo lievemente superiore a quello "atteso" dello swap (circa 11.500 euro, considerando anche le commissioni). In termini finanziari, la differenza è marcatamente superiore, poiché un'opzione sul tasso d'interesse comporta sempre un esborso (qui di circa 36.000 euro), mentre uno swap consente di assumere l'esposizione al rischio o neutralizzare un rischio esistente, procrastinando e lasciando indeterminata la spesa a tale fine necessaria.

In definitiva, nella scelta tra i due strumenti intervengono non meno di due-tre diverse variabili (costo economico, tempo di manifestazione dell'onere finanziario, determinatezza dell'onere a fronte di un'esposizione agli "scenari più sfavorevoli"), di modo che la scelta viene a dipendere dalle preferenze individuali del cliente e risente delle sue disponibilità finanziarie.

Evidentemente, né l'intermediario o il giudice possono sostituirsi al cliente nel formulare tale scelta, né può affermarsi che una determinata strategia (opzione sui tassi) sia sempre e necessariamente preferibile rispetto all'altra, se non postulando – per vero poco realisticamente – che il budget del cliente sia sempre in grado di coprire la spesa per l'acquisto dell'opzione. Ciò che invece può affermarsi (non sempre, ma) senz'altro quando l'opzione ha un costo "certo", soltanto lievemente superiore al costo "atteso" ma indefinito dell'IRS, è che l'intermediario, essendo tenuto a fornire al cliente tutti gli elementi necessari a valutare correttamente i rischi dell'operazione e ad assumere una decisione informata e razionale, ha anche il dovere di rappresentare al cliente la possibilità di coprirsi contro il rischio di rialzo con un'opzione sui tassi d'interesse, in luogo dello swap, e di indicare i costi di questo strumento alternativo.

Nella specie, questa condizione era certamente verificata, poiché il maggior costo della strategia in opzioni (11.500 euro) è obiettivamente contenuto e, non ultimo, il costo certo e complessivo dell'opzione (36.000 euro) risulta inferiore alla perdita potenziale attesa (37.500) risultante dalla scheda prodotto, su uno scenario che la banca ha classificato come "tra i più sfavorevoli", ma che risulta in effetti allineato al MTM, ossia lo scostamento dei tassi in corso di esecuzione del contratto non



superiore a 18,53 bps (0,18%) rispetto alla curva dei tassi forward disponibile al tempo della conclusione del contratto.

non risulta aver rappresentato al cliente tale possibilità, né il relativo costo. E anche questo rappresenta un elemento, sia pure forse non il più grave, di inesatto adempimento dell'obbligazione ex art. 21 lett. a) TUF.

#### **10. Conclusioni.**

L'inesatto adempimento di all'obbligo di proporre o consigliare uno strumento derivato coerente con gli obiettivi del cliente, efficace ed efficiente e di rappresentare in modo trasparente i costi dell'operazione e le alternative ragionevolmente possibili risulta evidente sotto più profili:

- lo strumento manifesta una “correlazione non elevata” con l'indebitamento sottostante (§ 4) e quindi si palesa inefficiente, in quanto inutilmente foriero di nuovo rischio;
- la proposta è macroscopicamente in errore nell'evidenziare come perdita potenziale a scadenza negli “scenari più sfavorevoli” una perdita (compresa tra l'1% e il 2,5%) che è, in effetti, sostanzialmente coerente con la curva dei tassi forward disponibile al tempo del contratto (§ 8);
- l'entità delle perdite potenziali verificabili in scenari “sfavorevoli” è invece largamente superiore all'indicazione della scheda prodotto (tra il 4 e il 6,42%) e tale informazione non è stata presentata al cliente, con palese violazione dei doveri di diligenza e/o trasparenza (§ 8);
- infine, l'intermediario non ha rappresentato al cliente la possibilità di coprirsi contro il rischio di rialzo dei tassi, acquistando un'opzione cap, ancorché il costo effettivo di tale opzione fosse soltanto di poco superiore al costo “atteso” del derivato e, in definitiva, perfino inferiore alla perdita potenziale derivante da un andamento dello swap sostanzialmente allineato alla curva dei tassi disponibile al tempo del contratto (§ 9).

Come conseguenza dell'inesatto adempimento, la banca non ha assicurato al cliente una gestione razionale e informata del rischio e deve rispondere, a titolo di responsabilità contrattuale, delle perdite provocate dallo strumento che essa ha proposto, perdite commisurate ai differenziali negativi maturati e addebitati alle scadenze contrattuali convenute sul c/c n. 1000/460, intestato alla società attrice (doc. 14 att.).

La tabella riepilogativa degli addebiti, contenuta a pag. 9 (di 77) della relazione peritale prodotta dall'attrice (doc. 13), evidenzia complessivi differenziali per € 140.344,58 maturati dalla prima (febbraio '11) all'ultima (novembre '15) delle scadenze contrattuali. La convenuta ha contestato, peraltro blandamente e senza convinzione, l'ammontare preteso in restituzione, ma non può ovviamente contestare il proprio estratto conto, né ha fornito prova di aver restituito o stornato gli





addebiti risultanti dalla tabella e verificabili sull'estratto conto. Si può soltanto osservare, per completezza, che l'addebito per € 8.231,71 relativo alla scadenza di agosto 2013 è stato, per ragioni sconosciute allo scrivente e non trattate dalle parti, addebitato e contestualmente stornato il 26.8.2013 (pag. 39 dell'estratto) e poi nuovamente addebitato, sempre per lo stesso importo, il 2.9.2013 (pag. 50 dell'estratto).

L'attrice chiede anche la restituzione dei costi impliciti (od occulti) non dichiarati, pari alla differenza tra il MTM iniziale indicato in contratto (€ 20.250,00) e quello che il C.T.U. ha accertato come più probabile valore iniziale dell'IRS Tasso certo, ma la domanda è palesemente infondata, visto che il costo non dichiarato – e si tralascia qui di ribadire che il valore iniziale di un derivato risente di approssimazioni – non cessa di essere per ciò un costo semplicemente “atteso” e potenziale, i.e. non genera di per sé un'obbligazione o una spesa, qualificabili come “perdite”, diversamente dai differenziali addebitati in conto.

Trattandosi di un debito di valore spettano altresì rivalutazione monetaria in ragione della variazione dell'indice ISTAT FOI e interessi compensativi, a compenso della temporanea indisponibilità della somma capitale, calcolati al tasso legale sul capitale originario e su quello rivalutato anno per anno. Poiché l'obbligazione risarcitoria deriva da inadempimento contrattuale, gli accessori decorrono dalla domanda giudiziale, che è l'atto idoneo a porre in mora il debitore, e non dalla data dell'illecito, principio applicabile soltanto nei casi di responsabilità extracontrattuale da fatto illecito in quanto, ai sensi dell'art. 1219, comma 2, c.c., il debitore del risarcimento del danno è in mora (mora ex re) dal giorno della consumazione dell'illecito (Cass. 20.4.2009 n. 9338; cfr. Cass. 25.9.1997 n. 9415).

Sviluppando il relativo conteggio, risultano maturati dalla notifica della citazione (21.12.2018) fino alla data della presente sentenza, € 10.666,19 per rivalutazione monetaria (ultimo indice disponibile marzo 2022) ed € 1.689,39 per interessi a compenso della temporanea indisponibilità della somma capitale. Sul capitale rivalutato alla data odierna, di € 151.010,77 competono ulteriori interessi al tasso legale dalla sentenza al saldo.

Le spese di lite, comprese quelle di C.T.U. già liquidate in corso di causa, seguono la soccombenza e si liquidano in dispositivo, d'ufficio in assenza di nota per quanto concerne gli onorari difensivi.

### **PQM**

Il Giudice, definitivamente pronunciando, respinta ogni contraria domanda istanza eccezione: dichiara tenuta e condanna [REDACTED] a corrispondere a [REDACTED] la somma di € 140.344,58 per capitale, € 10.666,19 per rivalutazione monetaria e € 1.689,39 per interessi, oltre ulteriori interessi dalla sentenza al saldo sul capitale rivalutato alla data odierna; respinta ogni maggior pretesa;



[REDACTED]

condanna la convenuta a rimborsare all'attrice le spese di lite, che liquida in € 786,00 per esborsi, € 13.430,00 per onorari, oltre rimborso spese generali 15%, CPA come per legge e IVA se indetraibile; pone le spese di C.T.U. definitivamente a carico della convenuta.

Torino, 21 aprile 2022

Il Giudice  
(dott. Enrico Astuni)

