

Francesco Caputo Nassetti

**FUNZIONE DI COPERTURA
PARZIALE DI UNO SWAP DI
PAGAMENTI E MANCANZA
DELLA FORMULA DI CALCOLO
DEL *MARK-TO-MARKET***

Estratto



Milano • Giuffrè Editore

I

TRIBUNALE MILANO, 13 settembre 2016 — MONTE — Altarea Italia S.r.l. (avv. Fabiani, Iannuzzi, Candeloro) c. Banca Nazionale del Lavoro S.p.a. (avv. Pilato).

Contratto di swap di pagamenti - Funzione di copertura - Mark-to-market quale elemento del contratto - Sussistenza.

(Testo unico bancario: 1, 21).

Se il contratto di interest rate swap è stato concluso ai fini di copertura del rischio di variazione dei tassi di interesse a cui il cliente dell'intermediario è esposto e il contratto derivato permette in concreto una parziale copertura o una copertura non perfetta l'intermediario viola gli obblighi di agire con diligenza e con competenza professionale ed è tenuto a risarcire il danno.

Il mark-to-market è elemento essenziale dell'oggetto del contratto di interest rate swap, in quanto è la sommatoria attualizzata dei differenziali futuri attesi sulla base delle condizioni dell'indice di riferimento alla data della sua quantificazione e deve essere sviluppato attraverso un conteggio che mediante il ricorso a formule matematiche che possono essere differenti, consenta di procedere all'attualizzazione dello sviluppo prognostico del contratto sulla base dello scenario esistente a momento del calcolo del mark-to-market.

La banca che ha predisposto con un operatore qualificato un regolamento contrattuale privo di indicazione esplicita di un elemento contrattuale essenziale (il mark-to-market) viola l'art. 21 del Tuf.

II

TRIBUNALE MILANO, 25 settembre 2013 (ord.) — GUIDI *Presidente relatore* — BRAT *Consigliere* — STEFANI *Consigliere* — Banca Nazionale del Lavoro S.p.a. (avv. Pilato) c. Altarea Italia S.r.l. (avv. Fabiani, Iannuzzi, Candeloro).

Contratto di swap di pagamenti - Funzione di copertura - Mark-to-market quale elemento del contratto - Insussistenza.

(Testo unico bancario: 1, 21).

Se il contratto di interest rate swap è stato concluso ai fini di copertura del rischio di variazione dei tassi di interesse a cui il cliente dell'intermediario è esposto e il contratto derivato permette in concreto una parziale copertura o una copertura non perfetta l'intermediario non viola gli obblighi di agire con diligenza e con competenza professionale.

Se al contratto di interest rate swap plain vanilla vengono aggiunti elementi opzionali che possono ridurre la funzione di copertura e che consentono al cliente dell'intermediario di pagare un tasso fisso più basso rispetto a quello che pagherebbe senza tali elementi la funzione di copertura, sebbene non perfetta, non viene meno.

Il mark-to-market non è elemento essenziale dell'oggetto del contratto di interest rate swap, in quanto ha un mero valore previsionale e rappresenta solamente il costo del recesso o di sostituzione, destinato nel tempo — in ragione del pagamento dei flussi dell'avvicinarsi alla scadenza e dell'eventuale modificarsi degli scenari — a modificarsi e tendenzialmente a diminuire sino (alla scadenza) ad azzerarsi.

(*Omissis*). — Concisa esposizione delle ragioni di fatto e di diritto della decisione. Altarea Italia S.r.l. ha citato in giudizio Banca Nazionale del Lavoro Spa ed il sig. Alfonso Galli, funzionario BNL, allegando di avere stipulato con la Banca il contratto di “*Interest Rate Swap Step Up in and out ref. 070503007*” al fine di coprire il rischio derivante dal finanziamento concesso da Westdeutsche LandesBank ad Altacasale S.r.l., società partecipata da Altarea Italia S.r.l. al 99%.

L’attrice ha affermato la responsabilità extracontrattuale dei convenuti per aver operato in contrasto col principio di buona fede e con scarsa diligenza professionale, in violazione degli obblighi informativi dettati dall’art. 21 t.u.f., degli obblighi di correttezza, trasparenza, informazione e professionalità, generando un’asimmetria informativa tra Banca e cliente in occasione della stipulazione del contratto IRS. L’attrice ha contestato la classificazione di “operatore qualificato” ex art. 31 Reg. Consob 11522/98, la violazione dell’obbligo di adeguatezza ai sensi degli artt. 28-29 Reg. Consob 11522/98, il conflitto di interessi della Banca in contrasto con gli artt. 21 t.u.f. e 27 Reg. Consob 11522/98, la violazione delle norme poste a tutela del contraente debole. Altarea s.r.l. ha affermato la mancata consegna della documentazione informativa; la nullità del contratto quadro per mancato adeguamento alla normativa vigente, per la carenza degli elementi essenziali previsti per legge e della forma scritta *ab substantiam* (artt. 23 e 30 Reg. Consob 11522/98). L’attrice ha affermato la nullità dell’IRS anche per indeterminatezza dell’oggetto, la mancanza degli elementi essenziali del contratto ovvero del metodo di calcolo del MTM, la mancata indicazione della facoltà di recesso ex art. 30 t.u.f., l’assenza della funzione di copertura concordata tra le parti, la difformità dei due piani di ammortamento prodotti dalla Banca, l’applicazione di commissioni o costi occulti, la carenza di causa, astratta e concreta, meritevole di tutela. Altarea ha dedotto, altresì, l’applicazione di interessi usurari in violazione dell’art. 1815 c.c. e della l. 108/96, asserendo il finanziamento implicito frutto dell’asimmetria delle componenti positive e negative dell’IRS in relazione alla commissione occulta pagata. L’attrice ha allegato, quindi, la violazione degli artt. 1175, 1176, 1322, 1325, 1346, 1337, 1338, 1375, 1418, 1427, 1440, 1710, 1815 e 2043 c.c., delle norme comunitarie Direttiva comunitaria n. 2004/39/CE (mod. dalla direttiva 2006/73/CE), la violazione delle norme dettate dal “*Financial Services Authority*” e dal “*Conduct of Business*”, nonché la violazione delle norme imperative contenute nel t.u.f.

Altarea Italia s.r.l. ha concluso, chiedendo al Tribunale in via principale e di merito di: accertare e dichiarare la responsabilità extracontrattuale e precontrattuale della Banca e per l’effetto condannare BNL e il sig. Galli, solidalmente, al risarcimento dei danni patiti e patienti quantificati in € 4.040.254,01 per differenziali negativi pagati alla data del 31.12.2012, oltre agli addebiti successivi per differenziali negativi maturati e maturandi e per l’eventuale *Mark to Market* fino alla scadenza naturale; in via concorrente, accertare e dichiarare la nullità o l’annullamento della operazione di *Interest Rate Swap* denominata *Step Up in and out ref. 070503007* nonché dei relativi *Master Agreement* e *Schedule*, per violazione delle norme imperative e di applicazione necessaria dell’ordinamento italiano oppure, in via alternativa, accertare e dichiarare l’inadempimento e la responsabilità contrattuale della banca convenuta e, per l’effetto, accertare e dichiarare la risoluzione del citato contratto Irs e, conseguentemente, condannare BNL Spa alla restituzione di tutte le somme indebitamente percepite e/o al risarcimento di tutti i danni patiti e patienti da Altarea Italia S.r.l., da quantificarsi in € 4.040.254,01 per differenziali negativi pagati alla data del 31.12.2012, oltre agli addebiti successivi per differenziali negativi maturati e maturandi e/o eventuale *Mark to Market* fino alla scadenza naturale; in via ulteriormente concorrente condannare BNL Spa ed il dott. Alfonso Galli a restituire le somme corrisposte e a risarcire tutti i danni patiti e patienti da Altarea Italia S.r.l. da quantificate all’esito dell’esperita istruttoria o nella consulenza tecnica di parte o in via equitativa per costi occulti o commissioni implicite e per non avere usufruito di occasioni alternative di investimento che avrebbero potuto portare a risultati positivi; il maggior danno subito dalla società attrice ai sensi dell’art. 1224 c.c. pari alla differenza tra il tasso del

rendimento annuo netto dei titoli di Stato di durata 12 mesi ed il saggio degli interessi legali determinato per ogni anno ai sensi dell'art. 1284 c.c.; i danni derivanti dalla mancata consegna dei documenti richiesti con istanza 119 t.u.b., formulata a mezzo di raccomandata del 04.02.2013.

Si sono costituiti Banca Nazionale del Lavoro Spa ed il sig. Alfonso Galli, eccependo il difetto di giurisdizione del giudice italiano in favore del giudice inglese in forza dell'art. 13 del *Master Agreement* ISDA mod. 1992 e del *Schedule to the Master Agreement*; la carenza di legittimazione attiva di Altarea Italia S.r.l., essendo legittimata ad agire Altacasale s.r.l.. Il sig. Galli ha eccepito, inoltre, la propria carenza di legittimazione passiva, affermando di essere privo di autonomi poteri decisionali in merito alla operazione di IRS oggetto di causa e di aver agito con la diligenza del buon padre di famiglia.

Nel merito i convenuti hanno dedotto la conformità formale e sostanziale della condotta della Banca alla disciplina normativa e regolamentare vigente (t.u.f. e Regolamento Consob), ribadendo la piena legittimità dell'operazione contestata, anche in considerazione delle caratteristiche soggettive della Altarea Italia S.r.l. di operatore qualificato ex art. 31 del Regolamento Consob 11522/98, essendo state preventivamente fornite tutte le informazioni necessarie nel rispetto del profilo finanziario ed in conformità ai doveri di diligenza, correttezza e trasparenza dettati dal t.u.f. oltre che ai principi di comportamento secondo buona fede nelle fase precontrattuale, contrattuale e post-contrattuale senza alcun addebito di oneri finanziari occulti, né di tassi usurari.

I convenuti hanno dedotto che il legale rappresentante di Altarea aveva sottoscritto il contratto quadro per le operazioni su strumenti finanziari derivati *Interest Rate Swap step up in and out* ref. 070503007 nella piena consapevolezza delle caratteristiche, delle finalità e dei rischi specifici assunti BNL.

I convenuti hanno concluso, chiedendo al Tribunale di: ritenere e dichiarare il difetto di giurisdizione dell'Autorità Giudiziaria italiana, essendo il rapporto contrattuale tra le parti regolato dalla legge inglese e, conseguentemente, ritenere e dichiarare l'inammissibilità e/o improcedibilità dell'azione promossa dalla Altarea Italia S.r.l., anche per integrale carenza di legittimazione attiva; dichiarare altresì la carenza di legittimazione passiva del sig. Galli; nel merito ritenere e dichiarare l'infondatezza delle domande attoree e, conseguentemente, rigettare le stesse; in via subordinata di ritenere e dichiarare la non prevedibilità del danno lamentato e, conseguentemente, determinare equitativamente la somma oggetto di rimborso o risarcimento ex artt. 1225 c.c., disponendo, comunque, la decurtazione o la compensazione parziale degli importi corrispondenti al valore dei differenziali positivi incassati dalla Altarea Italia S.r.l. nel corso del rapporto.

Con ordinanza del 27.06.2013 veniva accolto dal Giudice il ricorso ex art. 700 c.p.c. dell'attrice di sospensione dell'esecuzione del contratto *Interest Rate Swap step up in and out* n. 070503007. Con successiva ordinanza il Tribunale in composizione collegiale revocava il provvedimento cautelare impugnato, accogliendo il reclamo proposta da BNL con ricorso ex art. 669 *terdecies* c.p.c.

La causa è stata istruita con una CTU sui seguenti quesiti: 1) se, tenuto conto delle esigenze di Altarea Italia s.r.l. — valutate “*ex ante*” alla stregua della sua esposizione presso il sistema creditizio e della sua concreta operatività commerciale all'epoca della stipulazione del contratto di *swap* di oggetto di causa — tale contratto rispondesse ad esigenze di copertura dalla variazione dei tassi d'interesse applicabili in base ai piani di ammortamento allegati alle conferme dell'operazione (doc. 7 e 8 attrice); 2) se, invece, il contratto avesse finalità solo speculative oppure anche speculative fornendo in tale ultimo caso, ove possibile, un dato proporzionale tra le due componenti (di copertura e speculativa); 3) quali addebiti ed accrediti siano derivati ad Altarea s.r.l. dall'operatività del contratto fino alla data della CTU e se gli importi conteggiati da BNL siano il risultato delle condizioni concordate, indicando in caso contrario gli importi corretti; 4) quale sia il valore teorico del contratto alla data della stipulazione, verificando se sia stato rispettato il principio secondo cui “alla stipula del contratto il valore di uno *swap* è sempre nullo”, accertando il valore del MTM a tale data, l'ammontare

di eventuali costi occulti per commissioni dell'intermediario e cd costi impliciti, precisando se l'eventuale presenza di costi occulti o impliciti alterasse, e in quale misura, il grado di esposizione al rischio di Altarea Italia s.r.l.”.

Ciò premesso, si rileva che nei confronti di BNL dev'essere accolta la domanda risarcitoria nei limiti di quanto di seguito statuito, mentre nei confronti del sig. Galli vanno respinte tutte le domande.

1. (*Omissis*) 2. Nel merito va premesso che, per quanto già rilevato sub 1, le domande dell'attrice devono essere valutate alla stregua delle regole di comportamento imposte all'intermediario finanziario dal Regolamento Consob n. 11522\1998 e dal d.lgs. n. 58\1998 del quale il Regolamento costituiva attuazione all'epoca della stipulazione del contratto IRS.

Le parti non fanno alcun riferimento a norme di diritto inglese nelle rispettive allegazioni difensive ed in effetti le predette norme imperative di diritto interno non possono confliggere col diritto inglese in materia d'intermediazione finanziaria richiamato nella *Schedule*. Il t.u.f. è attuazione, infatti, della Direttiva CE n. 93/22/CEE del Consiglio del 10 maggio 1993 ed anche la normativa dell'ordinamento giuridico inglese nel settore dei servizi e mercati finanziari è di derivazione comunitaria.

La Direttiva n. 93/22/CEE stabilisce all'art. 11 che gli Stati membri elaborano le norme di comportamento che le imprese di investimento devono osservare in permanenza e tali norme devono porre in atto almeno i principi che obbligano l'impresa d'investimento ad agire, nell'esercizio della sua attività, in modo leale ed equo, nell'interesse, per quanto possibile, dei suoi clienti e dell'integrità del mercato, con la competenza, l'impegno e la diligenza necessari, nell'interesse, per quanto possibile, dei suoi clienti e dell'integrità del mercato.

Queste disposizioni fondamentali della Direttiva CE sono state trasfuse nelle norme imperative dell'art. 21 t.u.f., secondo cui nella prestazione dei servizi e delle attività di investimento e accessori i soggetti abilitati devono comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza, per servire al meglio l'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati (lett a). I principi sono stati ribaditi nell'art. 26 del Regolamento n. 11522\1998 che richiama, fra le regole generali di comportamento, quelle per cui gli intermediari autorizzati, nell'interesse degli investitori e dell'integrità del mercato mobiliare operano in modo indipendente e coerente con i principi e le regole generali del Testo Unico ed operano al fine di contenere i costi a carico degli investitori e di ottenere da ogni servizio d'investimento il miglior risultato possibile, anche in relazione al livello di rischio prescelto dall'investitore.

La norma primaria dell'art. 21 t.u.f. e l'art. 26 del Reg. Consob n. 11522\1998 di attuazione sono applicabili a tutela anche degli operatori qualificati ex art. 31 Regolamento Consob n. 11522\1998, come si desume dal fatto che l'art. 26 non è indicato fra le disposizioni del regolamento non applicabili in favore di questa categoria d'investitori.

2.A. Ciò posto, è provato che Altarea Italia s.r.l. in data 4.5.2007 ha sottoscritto il contratto di “*Interest Rate Swap Step Up in and out* ref. 070503007” (doc. 4 e 5 fasc. banca), confermato da BNL spa in data 8.5.2007 (cfr. docc. 7 e 8 fasc. banca) e in data 23.5.2007, con durata sino al 30.6.2017 (cfr. doc. 8 fasc. Altarea).

La finalità del contratto doveva essere la copertura del rischio derivante dalla fluttuazione dei tassi d'interesse applicati al finanziamento concesso da *Westdeutsche LandesBank* ad Altacasa S.r.l., società partecipata da Altarea Italia s.r.l. (al 99%).

La circostanza, specificamente dedotta da BNL, si desume dalla comunicazione via email inviata da Altarea Italia s.r.l. a BNL in data 3.5.2007 con l'allegato 7 al contratto di finanziamento “in merito alla copertura *Hedging* per Casale” (doc. 11 convenuta), ove si legge: “I rapporti fra la Banca *Hedging* e la Società (ovvero il soggetto che stipulerà con la Banca *Hedging* i contratti di copertura del rischio di fluttuazione del Tasso di Interesse) saranno disciplinati da un ISDA *Master Agreement*, da sottoscrivere anteriormente al perfezionamento della copertura... “Il soggetto tenuto alla corresponsione del tasso fisso (c.d. “*Fixed Rate Payer*”) sarà la Società o, in alternativa, Altarea Italia, nel quale ultimo caso Altarea Italia sarà tenuta a destinare alla Società le somme percepite dalla Banca *Hedging* ai sensi dell'IRS”.

Il riferimento a tale contratto di finanziamento che sarebbe stato erogato da *WestLB AG*

ad Altacase s.r.l. è ribadito da Altarea Italia s.r.l. nella comunicazione in data 10/05/2007 inviata a BNL, *WestLB* AG e Altacase s.r.l. (doc. 12). In base a questa richiesta di Altarea Italia s.r.l. è stata inviata da BNL la comunicazione di conferma della conclusione dell'operazione — “costruita sulla base del piano di ammortamento da voi fornito” — inviata da BNL in data 8/05/2007 non solo ad Altarea Italia S.r.l., ma anche a *Westdeutsche* LB ed alla Società controllata di Altarea Italia s.r.l., Altacasale S.r.l. (docc. 7-8 convenuta). In particolare nella comunicazione del 8 maggio 2007 (doc. 7 convenuta ed attrice) BNL conferma che “la copertura, denominata IRS in and out step up, è stata costruita sulla base del piano di ammortamento da voi fornito, e relativo alla linea B del Loan erogando da *West Lb* ai sensi del contratto di finanziamento stipulato tra *WestLb* e Altacase s.r.l. in data 11 gennaio 2007 (e successive modifiche ed integrazioni)”.

Anche nel bilancio di Altarea Italia s.r.l. al 31/12/2012 si ribadisce: “Alla data di riferimento del presente bilancio, la società ha in essere i contratti derivati di copertura illustrati di seguito nella presente sezione. Tali contratti sono stati stipulati per conto delle società controllate, Altacasale S.r.l., Altabasilio S.r.l., Altarag S.r.l., Altapinerolo S.r.l. e Altacerro S.r.l., ognuna delle quali ha acceso un finanziamento a mediolungo termine, al fine di preservare l'operatività aziendale attraverso la stabilizzazione degli effetti derivanti dalla variazione dei tassi di interesse sui mutui contratti. La Società, a sua volta, provvede ad imputare alle singole società controllate i flussi di cassa periodici derivanti dalle maturazioni periodiche pattuite con gli intermediari finanziari”. Il contratto con BNL indicato in tale bilancio è appunto quello oggetto di causa, riferito al “finanziamento di € 38.500.000,00 erogato da *WestLB* AG alla società controllata Altacasa s.r.l.” (pag. 27 doc. 17 convenuta).

Il CTU prof. Gino Gandolfi ha risposto al quesito volto ad accertare se il contratto IRS rispondesse ad esigenze di copertura dalla variazione dei tassi d'interesse applicabili in base ai piani di ammortamento allegati alle conferme dell'operazione (doc. 7 e 8 attrice). Al riguardo il CTU ha rilevato che nell'allegato n. 7 al contratto di finanziamento tra Casale e *West LB*, trasmesso via email da Altarea a Galli di BNL prima della stipulazione del contratto IRS (doc. 11 BNL), è prevista una specifica clausola che stabilisce: “La copertura del rischio di fluttuazione del tasso di interesse a valere sulla linea B del finanziamento sarà implementata attraverso la stipula di contratti di Interest Rate *Swap* (IRS) sul 100% degli importi erogati e non rimborsati della Linea B, fino al completo rimborso della stessa secondo il piano di ammortamento [...]. Il soggetto tenuto alla corresponsione del tasso fisso (c.d. “*fixed rate payer*”) sarà la Società o, in alternativa, Altarea Italia, nel quale ultimo caso Altarea Italia sarà tenuta a destinare alla Società le somme percepite dalla Banca *Hedging* ai dell'IRS. Qualora la Società non adempia alla richiesta [...] la Banca Finanziatrice avrà la facoltà di procedere direttamente alla stipula della copertura integrativa in nome, per conto ed a spese della Società”.

Il contratto IRS avrebbe, quindi, dovuto svolgere, sia pure secondo una valutazione *ex ante*, la funzione di copertura dai rischi di fluttuazione dei tassi d'interesse del finanziamento concesso da *Westdeutsche LandesBank* alla Altacasale S.r.l.. Il CTU ha verificato, sulla base dei dati di bilancio, che Altarea detiene rapporti molto stretti con le società controllate sia di tipo finanziario sia di tipo commerciale. I rapporti finanziari si sostanziano in un contratto di conto corrente con le società controllate le cui partite a debito/credito sono fruttifere di interesse al tasso di mercato; I rapporti di natura commerciale nei confronti delle società controllate consistono nell'assistenza e consulenza contrattuale, amministrativa, organizzativa, contabile, fiscale, legale e societaria, tecnico-progettuale, commerciale e finanziaria (pag. 7).

In base a queste premesse il CTU ha osservato che “benché la negoziazione del contratto derivato non deve ritenersi, in linea di principio, inopportuna” [...] lo strumento sottoscritto dalla parte attrice non può considerarsi di pura copertura e, per tale ragione, debba intendersi (prevalentemente) speculativo”.

Il CTU ha aggiunto che, per rispondere in modo compiuto al quesito, sarebbe stato opportuno esaminare le caratteristiche tecniche dell'operazione di finanziamento negoziata tra Altacasale e *WestLB* che avrebbe giustificato il ricorso alla copertura, documento questo non prodotto dalle parti (pag. 18).

In effetti si rileva che, affinché al contratto derivato possa essere riconosciuta una finalità di copertura, è necessario che vi sia una stretta correlazione tra: 1) il nozionale del contratto derivato e il complessivo debito oggetto di copertura assunti nell'importo originario e via via ridotti nel tempo; 2) il tasso applicato all'importo finanziato e quello utilizzato nel contratto su derivati; 3) la corrispondenza delle scadenze dei pagamenti del debito e delle rate previste dall'IRS; 4) l'omogeneità tra la durata del debito e quella dell'IRS (cfr. Trib. Roma, n. 212 del 2016, in www.ilcaso.it).

Il CTU ha potuto osservare sulla base dei piani di ammortamento allegati alle conferme dell'operazione da parte di BNL sub doc. 7 e 8 attrice, "supponendo la correttezza delle ipotesi assunte" in tali piani, che il derivato oggetto del contendere permette una parziale copertura, ma espone comunque alle conseguenze derivanti da particolari andamenti del tasso di interesse.

In altre parole il CTU ha potuto riscontrare, a prescindere dall'esame del contratto di finanziamento di *WLBank* alla Altacasale S.r.l. e del relativo piano di ammortamento, che "non esiste una perfetta corrispondenza tra i flussi potenzialmente generati dallo strumento derivato ed i flussi potenzialmente generati dall'indebitamento sottostante, rendendo così impossibile una "copertura perfetta" dagli effetti del rischio di tasso di interesse (pag. 18 e 19), secondo la valutazione probabilistica *ex ante* richiesta nel quesito.

Questa carenza di prova dell'idoneità "*ex ante*" del contratto a svolgere la funzione — quanto meno prevalente — di copertura richiesta da Altarea Italia s.r.l., grava sull'intermediario finanziario BNL. L'intermediario avrebbe dovuto dimostrare, infatti, *ex art. 25 TUF* di avere correttamente adempiuto gli obblighi di agire con diligenza e con competenza professionale in vista del perseguimento dell'interesse di Altarea Italia s.r.l. alla copertura dai rischi di fluttuazione dei tassi d'interesse del finanziamento concesso da *Westdeutsche LandesBank* alla controllata, mentre il CTU ha rilevato una finalità dell'IRS prevalentemente speculativa rispetto all'andamento del tasso d'interesse.

Da tale rilievo discende l'affermazione della responsabilità della Banca per i danni subiti da Altarea Italia s.r.l. in conseguenza della stipulazione del contratto IRS, danni quantificati di seguito sub 5. Devono essere respinte, invece, la domanda dell'attrice di nullità del contratto per difetto di causa concreta e la domanda, alternativa, di risoluzione del contratto per grave inadempimento dell'intermediario finanziario, per un motivo assorbente.

Si tratta, infatti, di istituti previsti da norme codicistiche (art. 1418 cod. civ., art. 1453 cod. civ) di diritto interno, non richiamato dalle parti nella *Schedule*, mentre l'attrice non ha allegato norme della legge inglese dalle quali possa discendere l'invalidità o l'inefficacia del contratto per violazione delle predette norme del TUF.

2.B. Un altro evidente profilo di responsabilità di BNL attiene al fatto, evidenziato dall'attrice, che nel contratto IRS fossero inclusi costi occulti e, soprattutto, che mancasse la predeterminazione dei criteri di calcolo del *Mark to Market*. Il MtM è elemento essenziale dell'oggetto del contratto IRS, in quanto è la sommatoria attualizzata dei differenziali futuri attesi sulla base delle condizioni dell'indice di riferimento alla data della sua quantificazione e dev'essere sviluppato attraverso un conteggio che, mediante il ricorso a formule matematiche che possono essere differenti, consenta di procedere all'attualizzazione dello sviluppo prognostico del contratto sulla base dello scenario esistente al momento del calcolo del MtM (Trib. Milano est. Ferrari 6.7.2016). In effetti il CTU ha osservato che "la stima del "valore teorico" di uno strumento derivato non è standardizzabile ed ottenibile facendo ricorso ad un'unica metodologia con l'applicazione meccanicistica di una formula matematica ma, al contrario, contempla numerosi approcci".

Il regolamento contrattuale dell'*Interest Rate Swap Step Up in and out* ref. 070503007 si limita, invece, ad indicare l'importo nozionale iniziale (€ 38.500.000,00), le date di partenza e scadenza (29.6.2007-30.6.2017), le scadenze periodiche (semestrali) e i parametri fissati per la determinazione dei differenziali scambiati tra le parti (tasso fisso con "soglia *out*" e tasso *Euribor* 6 mesi) prevedendo che: se l'*Euribor* 6 mesi rilevato all'inizio di ciascun periodo è inferiore alla "soglia *out*" prestabilita, alla scadenza del periodo la società paga il "tasso fisso" dell'anno di ricevimento e riceve da BNL il tasso variabile *Euribor* 6 mesi; se invece l'*Euribor*

6 mesi è pari o superiore alla “soglia *out*” non ci sarà alcuno scambio di differenziali tra le parti (cfr. docc. 4-5 BNL o 3-7-8 fasc. Altarea).

Il CTU ha risposto, inoltre, al quesito n. 4 finalizzato a verificare il valore teorico del contratto alla data della stipulazione, accertando se sia stato rispettato il principio, espresso nell'allegato 3 del Regolamento Consob n. 11522\98, secondo cui “alla stipula del contratto il valore di uno *swap* è sempre nullo”, ma esso può assumere rapidamente un valore negativo (o positivo) a seconda di come si muove il parametro a cui è collegato il contratto; il valore del MTM a tale data; l'ammontare di eventuali costi occulti per commissioni dell'intermediario e cd costi impliciti.

Il CTU ha così precisato: “la stima del “valore teorico” di uno strumento derivato non è standardizzabile ed ottenibile facendo ricorso ad un'unica metodologia con l'applicazione meccanicistica di una formula matematica ma, al contrario, contempla numerosi approcci. Proprio per tale ragione, durante l'incontro del 23/10/2014, il CTU ha chiesto ai CTP di fornire la valutazione del derivato alla data di sottoscrizione, avendo cura di esplicitare la fonte e tutte le informazioni necessarie e ciò al fine di giungere ad una stima, nel limite del possibile, condivisa. I risultati proposti dai CTP, che peraltro sono stati oggetto di approfondito dibattito durante l'incontro del 18/11/2014, presentano differenze non macroscopiche, differenze che sono da imputare, da una parte, ai modelli utilizzati e, dall'altra parte, alle fonti prese come riferimento, nonché agli arrotondamenti e alle ipotesi utilizzati nei calcoli”.

Di fatto i CTP hanno concluso in modo differente e ciò conferma che la mancanza di pattuizioni contrattuali specifiche rende opinabile la stima del valore teorico del contratto IRS: il CT di Altarea ha concluso per un valore pari a € 552.692,00; il CT di BNL per un valore pari a € 448.379,00. Tali differenti valutazioni secondo il CTU “sono da imputare da una parte ai modelli utilizzati e, dall'altra, alle fonti prese come riferimento, nonché agli arrotondamenti e alle ipotesi utilizzati nei calcoli”.

Il CTU ha rilevato, inoltre, che per costo implicito, commissione implicita, o costo occulto, si deve intendere la differenza esistente, in un preciso momento, tra il valore teorico dello strumento derivato e l'importo *up front* dello stesso, indipendentemente dalle modalità di utilizzo di quest'ultimo (incasso o pagamento di debiti preesistenti); il costo implicito è pari alla differenza tra il prezzo dello stesso, quantificato attraverso l'importo *up front* (se l'importo *up front* non esiste, il prezzo è da intendersi pari a zero) ed il valore teorico (*fair value*) del singolo strumento derivato al momento della negoziazione iniziale o della rinegoziazione.

Nel caso dell'IRS in esame, poiché non esiste alcun *up front*, il CTU d'intesa con i CTP ha quantificato i “costi impliciti” del contratto derivato in € 500.000,00, aggiungendo che la presenza dei costi impliciti ha reso più oneroso il contratto per la parte che li ha sostenuti, ossia Altarea, ma non ha modificato l'esposizione al rischio della società stessa (pag. 14-16).

In definitiva i rilievi del CTU portano a concludere che il regolamento negoziale del contratto *Interest Rate Swap Step Up in and out* ref. 070503007 è stato predisposto da BNL in violazione delle norme imperative dell'art. 21 t.u.f., che pongono a carico dell'intermediario gli obblighi di comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza per servire al meglio l'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati (lett a), avendo proposto al cliente un regolamento contrattuale privo d'indicazione esplicita di un elemento essenziale (il MtM) e contenente costi occulti a carico del cliente.

Anche per questo motivo si deve affermare responsabilità della Banca per i danni subiti da Altarea Italia s.r.l. in conseguenza della stipulazione del contratto IRS, danni quantificati di seguito sub 3, mentre va respinta la domanda di nullità del contratto *ex art. 1418 c.c.* per indeterminatezza dell'oggetto ovvero per difetto di causa c.d. razionale, in quanto l'attrice non ha allegato norme della legge inglese riferibile all'istituto della nullità del contratto.

3. È infondata, inoltre, la domanda di nullità del contratto IRS per asserita carenza formale del Contratto Quadro *ex art. 23 t.u.f.*, in quanto l'ISDA *Master Agreement* ed la Schedule collegata contengono gli elementi essenziali richiesti dalla normativa di settore.

Va respinta, infine, la domanda di nullità del contratto IRS per mancanza di clausola di recesso *ex art. 30 t.u.f.*, considerato che Altarea Italia s.r.l. ha concluso il contratto come

operatore qualificato ex art. 31 Reg. Consob n. 11522\98 (doc. 6 BNL). Con tale espressa dichiarazione il legale rappresentante di Altarea Italia s.r.l. ha manifestato in modo univoco la volontà di essere considerato operatore qualificato in quanto in possesso dei requisiti di professionalità stabiliti dall'art. 31 TUF e tale dichiarazione esonera dell'intermediario dall'obbligo di ulteriori verifiche, in mancanza di elementi contrari emergenti dalla documentazione già in suo possesso (Cass., 26 maggio 2009, n. 12138).

Nel caso in esame nessun elemento oggettivo smentisce la dichiarazione di operatore qualificato del legale rappresentante di Altarea Italia s.r.l. che, anzi, risulta avvalorata dal fatto che si tratta di società con un capitale sociale di € 22.000.000,00, controllata dalla *Altalux Italy S.a.r.l.* - Lussemburgo e per essa da Altarea S.A. - Francia (quotata alla Borsa di Parigi), per lo svolgimento sul territorio italiano della stessa attività della controllante nel settore dello sviluppo immobiliare nell'ambito della grande distribuzione e dei centri commerciali, mediante la costituzione di nuove società controllate, per un complessivo valore iscritto nel bilancio al 31/12/2012 per € 35.678.956,00 (docc. 17-18 BNL). All'epoca della stipulazione dell'IRS oggetto di causa Altarea Italia s.r.l. aveva, inoltre, già sottoscritto nel 2005 un contratto di Swap (estratto del bilancio al 31.12.2007, doc. 9 BNL).

Ne discende l'inapplicabilità della disciplina della nullità del contratto concluso fuori sede per l'omessa indicazione della facoltà di recesso dettata dall'art. 30, 6° e 7° comma t.u.f., perché non costituisce offerta fuori sede quella effettuata nei confronti di clienti professionali ex art. 30, II comma t.u.f.

4. Per tutto quanto rilevato va accolta la domanda di Altarea Italia spa di risarcimento dei danni nei confronti di BNL, mentre è fondata l'eccezione preliminare del convenuto Galli di difetto di legittimazione passiva rispetto alle domande proposte nei suoi confronti.

Non sussistono, infatti, motivi per condannare al risarcimento dei danni anche il sig. Alfonso Galli. Il convenuto ha trattato con Altarea Italia s.r.l. in nome dell'intermediario BNL, in quanto funzionario dipendente della stessa Banca, privo di autonomo potere decisionale. In giudizio Galli e BNL hanno svolto le medesime difese e BNL ha confermato che Galli ha agito in conformità alle disposizioni interne della Banca, senza alcun profilo di autonomia nelle trattative e nella fase di stipulazione del contratto IRS, tant'è che BNL non ha svolto neppure in subordine alcuna domanda nei confronti del proprio dipendente.

Ne consegue il rigetto della domanda risarcitoria nei confronti del convenuto Galli, non essendo allegati, né dimostrati dall'attrice profili di un illecito extracontrattuale a carico del dipendente di BNL del quale lo stesso debba rispondere ex art. 2043 c.c. 5 - Sulla liquidazione dei danni Altarea Italia S.r.l. ha chiesto in atto di citazione il risarcimento di tutti i danni "patiti", da quantificarsi a quella data in € 4.040.254,01 e dei danni "patevoli". Nell'udienza di precisazione delle conclusioni, riguardo ai danni subiti per gli addebiti annotati nel corso giudizio in conseguenza dell'esecuzione del contratto, l'attrice ha documentato addebiti per le somme di Euro 8.204.921,61 al netto dell'unico differenziale positivo, di cui Euro 6.118.970,28 calcolati dal CTU alla data del 30.06.2014 (pag. 12) ed Euro 2.085.951,33 per i successivi tre addebiti semestrali per differenziali negativi pagati alla data del 30.12.2015 (docc. 9 e 30).

A dimostrazione di questi successivi addebiti l'attrice ha prodotto sub 30, 31 e 32 le contabili della Banca successive alla scadenza dei termini istruttori, produzione questa ammessa ex art. 153, II comma, c.p.c., alla quale non si è opposto il procuratore dei convenuti.

Il danno risarcibile si liquida, dunque, nella somma complessiva di Euro 8.204.921,61 calcolata per gli addebiti fino al 31.12.2015 (doc. 32), somma da rivalutare secondo gli indici Istat Operai ed Impiegati dalle date di ogni singolo addebito sino alla data della sentenza. Sono dovuti gli interessi compensativi che si liquidano al tasso legale da calcolare sulla somma relativa a ciascun addebito via via rivalutata anno per anno sino alla sentenza, oltre i successivi interessi legali fino al saldo (Cass., Sez. un. n. 1712 del 1995).

Nel danno così liquidato sono inclusi i costi occulti e, quindi, va respinta la domanda dell'attrice di condanna di BNL ad un risarcimento ulteriore per i costi impliciti pagati.

Le spese processuali seguono la soccombenza nel rapporto fra l'attrice e BNL e si

liquidano in base al valore e della causa ed all'entità delle questioni trattate anche nella fase del procedimento cautelare, in complessivi € 70.000,00 per compenso, oltre € 2.998,96 per anticipazioni (contributo unificato, marche da bolle, spese per notificazione e copie, tassa di registro), oltre alle spese del CTP Ing. Giuseppe Zicchinali pari ad € 16.032,00 (fattura n. 2016/0011 del 1.6.2016). Le spese processuali del sig. Galli si compensano per metà *ex art.* 92, Il comma c.p.c. per la parziale soccombenza rispetto all'eccezione di difetto di giurisdizione; per il resto si liquidano nel dispositivo, tenendo conto che nel merito la difesa del convenuto è pressoché coincidente con quella di BNL.

P.Q.M.

Il Tribunale di Milano, definitivamente pronunciando nella causa come in epigrafe promossa, rigettata ogni contraria istanza e eccezione, così provvede:

1. Accertata la responsabilità di Banca Nazionale del Lavoro Spa per i danni conseguenti alla stipulazione del contratto di "*Interest Rate Swap Step Up in and out ref. 070503007*" da parte di Altarea Italia S.r.l., condanna Banca Nazionale del Lavoro spa a pagare ad Altarea Italia S.r.l. a titolo di risarcimento dei danni la somma di € 8.204.921,61, liquidati al 31.12.2015, da rivalutare secondo gli indici Istat Operai ed Impiegati dalle date di ogni singolo addebito per differenziali negativi sino alla data della sentenza, oltre gli interessi al tasso legale da calcolare sulla somma relativa a ciascun addebito via via rivalutata anno per anno sino alla sentenza, oltre i successivi interessi legali fino al saldo;

2. Condanna Banca Nazionale del Lavoro Spa a pagare ad Altarea Italia S.r.l. le spese processuali che liquida in € 70.000,00 per compenso, € 2.998,96 per anticipazioni, oltre il rimborso del 15% *ex art.* 2 d. min. n. 55 del 2014 ed oneri accessori di legge, oltre alle spese della CTU già liquidate ed alle spese per il CTP che liquida in € 16.032,00;

3. Respinge tutte le domande proposte da Altarea Italia s.r.l. nei confronti del sig. Alfonso Galli e condanna l'attrice a pagare al convenuto le spese processuali che — già compensate per metà — liquida in € 12.000,00 per compenso, oltre il rimborso del 15% *ex art.* 2 d. min. n. 55 del 2014 ed oneri accessori di legge.

II

La società Altarea Italia S.r.l. (d'ora innanzi Altarea), dopo aver citato a giudizio la Banca Nazionale del Lavoro Spa nel Marzo 2013, ha depositato in corso di causa (in data 4 giugno 2013 nella more tra la notifica dell'atto di citazione e la prima udienza) il ricorso d'urgenza *ex art.* 700 c.p.c. con cui ha chiesto ordinarsi la sospensione degli effetti del contratto di *Interest Rate Swap Step Up in & Out* stipulato nel maggio 2007, con decorrenza dal 29 giugno 2007 e scadenza al 30 giugno 2017, con scadenze periodiche semestrali e nozionale di riferimento pari ad euro 38.500.000,00 (a scalare dal quinto semestre sino a giungere all'importo di euro 31.116.993,41 alla scadenza).

Esponeva che in esecuzione di tale operazione in derivati aveva sino a quel momento subito la perdita complessiva di euro 4.040.254,01 cui doveva aggiungersi il valore negativo del *Mark to Market* pari ad euro 5.498.640,14: che la rata in scadenza al 28 giugno 2013 sarebbe stata di euro 697.635,80 e che infine per l'anno 2013 si poteva prevedere il pagamento della complessiva somma di 1,4 milioni di euro.

Richiamava l'elaborato peritale di parte del 21 gennaio 2013 prodotto con atto di citazione, che avrebbe evidenziato l'inadeguatezza, l'asimmetria, lo squilibrio oggettivo dell'alea, la presenza di costi occulti, il superamento della soglia usura e l'assenza di finalità di copertura del derivato contestato.

Richiamava quindi le richieste svolte in sede di atto di citazione (nullità per mancanza di forma e per immeritevolezza della tutela del contratto; annullamento per conflitto di interesse

annullamento per conflitto d'interessi e dolo; risoluzione e risarcimento danni per plurime violazioni comportamentali) e deduceva che sussisteva un consistente *fumus bonis iuris* di accoglimento di tali domande.

Quanto al *periculum in mora* depositava e richiamava i contenuti dei bilanci relativi agli ultimi due esercizi annuali; rivelava in particolare:

- che per attività svolta (gestione e commercializzazione di portafogli di centri commerciali) aveva percepito euro 2,9 milioni nel 2011 ed euro 3 milioni nel 2012, cui dovevano aggiungersi i compensi variabili in funzione dell'evoluzione dei progetti (euro 3,7 milioni nel 2012);
- che il costo attuale della "struttura" societaria è di euro 3,5 milioni, con un sostanziale equilibrio finanziario solo al netto dei flussi negativi di cui chiedeva la sospensione;
- che di conseguenza le somme dovute in esecuzione dello swap costituivano un pericolo grave ed irreparabile in quanto i differenziali negativi di 1,4 milioni di euro per il 2013 corrispondevano al 40 % dell'intero fatturato annuo;
- che tale onere rischia di produrre uno squilibrio finanziario fortissimo e insostenibile, con un inevitabile impatto negativo sulle attività dell'azienda; che la possibile segnalazione in Centrale Rischi determinerebbe la restituzione anticipata degli importi in fido di conto corrente e degli importi del mutuo chirografario stipulato il 4 ottobre 2010.

Si costituiva la BNL concludendo per il rigetto della domanda per assenza di ogni presupposto.

Con ordinanza del 27 giugno 2013, a scioglimento della riserva assunta, il primo giudice, affermava sussistere un periodo grave ed irreparabile facendo leva sui dati di bilancio offerti da parte ricorrente; quanto al *fumus boni iuris* osservava:

- che il risultato fortemente negativo del contratto non dipendeva solo dall'andamento decrescente dell'indice *Euribor* a sei mesi, imprevedibile al momento della stipulazione, ma dalla struttura complessa del contratto, costituita da tre componenti derivate, rispetto alle quali la finalità di copertura del rischio di variazione dei tassi era priva di concreto riferimento all'indebitamento della società come desumibile dal bilancio 2006;
- che il meccanismo contrattuale comportava costi occulti in favore della banca dell'importo di euro 552.000,00 ed un grado di asimmetria della struttura, valutato *ex ante*, per cui la possibilità di guadagno del cliente era pari al 5,90% dei casi, con un evidente carattere non già aleatorio, bensì speculativo a vantaggio di BNL;
- che in questo contesto si poteva rappresentare la *fumus* del diritto ad ottenere la risoluzione del contratto per grave inadempimento della banca ai suoi obblighi di diligenza e per violazione degli obblighi informativi in merito ai costi occulti ed allo sbilancio iniziale, tanto più si considerava il conflitto di interessi che impegnava l'agire della banca.

Sulla base di queste premesse, con l'ordinanza impugnata il primo giudice ordinava la sospensione dell'esecuzione del contratto di *interest rate swap* stipulato tra le parti ed in particolare la sospensione dell'esecuzione degli addebiti per flussi negativi da parte della banca resistente, e di ogni altra determinazione conseguente quale l'iscrizione della società presso la Centrale Rischi della Banca d'Italia.

Proponeva reclamo ai sensi dell'art. 669 *terdecies* c.p.c. la BNL richiamando i contenuti della comparsa di risposta, criticando la decisione del primo giudice sotto ogni profilo e chiedendo la revoca dell'ordinanza.

Si costituiva in sede di reclamo la società Altarea concludendo per il rigetto del reclamo. La causa veniva discussa all'udienza del 25 settembre 2013.

Il collegio pur ritenendo la domanda cautelare ammissibile (le osservazioni ai riguardo di parte reclamante non sono pertinenti, essendo pacifico che in sede cautelare *ex art. 700 c.p.c.* si possa ottenere, con gli elementi offerti ed in presenza dei presupposti normativi, un provvedimento anticipatorio e ciò anche con riguardo alla tematica della contrattualistica in derivati) non ritiene sussistere il *fumus boni iuris* in ordine all'accoglimento di alcuna delle domande di merito proposte da parte ricorrente con il notificato atto di citazione e richiamate a giustificazione dell'iniziativa cautelare.

Va preliminarmente e sinteticamente rilevato che la società Altarea, nel momento in cui ha

contratto con BNL, risultava essere un operatore qualificato ai sensi dell'art. 31 del reg. Consob 11522/1998, applicabile *ratione temporis*; e ciò non solo perché il suo legale rappresentante ha firmato la relativa dichiarazione autoreferenziale (ove la specifica competenza è affermata a chiare lettere ed ove dà atto della correlata disapplicazione degli art. 27 e segg. del reg. Consob 11522/1998), e non è stata fornita prova di una diversa situazione, ma in particolare perché:

- per un verso si tratta di società di notevoli dimensioni (con un capitale sociale di euro 22.000.000,00) facente parte di un gruppo internazionale; infatti la sua controllante è la società Altarea Sca di diritto francese (n. pag. 22 della nota integrativa al bilancio 2012), e la ricorrente a sua volta controlla (quasi sempre al 99%) ben 13 società italiane (v. nota int. richiamata pag. 25) per una iscrizione al bilancio di oltre 35 milioni di euro;
- per altro verso, come emerge del doc. Cerved in atti, già in data 5 ottobre 2005 Altarea aveva stipulato un contratto di *swap* con altra banca (Banco di Roma) per un nozionale di oltre 45 milioni di euro, in correlazione con un finanziamento erogato da *West Lb* ad una delle sue società controllate (esattamente come si è verificato nel caso di specie, e come si è verificato in varie altre occasioni nel corso dell'anno 2007 e 2008, v. nota integrativa e doc. Cerved appena richiamati); l'esperienza dichiarata trovava pertanto un aggancio concreto nell'operatività degli anni appena precedenti.

La società ricorrente quindi, per la normativa applicabile al momento della conclusione del contratto, andava ritenuta, almeno stando a quello che allo stato emerge dagli atti, un operatore qualificato, e come tale non potevano trovare applicazione gli art. 27 ss. del reg. Consob 11522/1998, come indicati dall'art. 31, comma 2; in particolare la banca convenuta non aveva l'obbligo di segnalare il conflitto di interessi (immanente in tale contrattualistica) e di procedere alla contrattazione solo dopo aver ottenuto la relativa autorizzazione scritta; non aveva l'obblighi informativi ulteriori rispetto a quelli relativi alle caratteristiche specifiche del prodotto, come in ogni normale trattativa (obblighi evasi perché esposti chiaramente nelle lettere di conferma, come si vedrà *infra*); non aveva l'obbligo di valutare e segnalare l'eventuale inadeguatezza del prodotto finanziario (a parte gli obblighi generali di diligenza e professionalità che le imponevano di tenere in conto specifiche e dichiarate esigenze del cliente, come quelle di copertura, ed anche a tale riguardo gli atti non denotano inadempimenti, v. *infra*).

In tale contesto è stata stipulata una contrattualistica che non pare soffrire di difetti di forma (sono atti il *master agreement* nonché le lettere di conferma scambiate in relazione alla stipula dello *swap* per cui è causa) e che è caratterizzata da un preciso riferimento alla copertura (tramite sostanziale stabilizzazione del tasso) del contratto di finanziamento erogato da Westdeutsche Lb alla società controllata Altacasale s.r.l. di importo pari al nozionale, come si evince dalla nota integrativa di bilancio, pag. 27 dove è menzionato il contratto di *swap* con BNL, per cui è causa (*Step out*) e il finanziamento coperto; e come per altro emerge dalla lettera del 8 maggio 2007, inviata nel periodo di ridosso della stipula contrattuale, ove BNL ha compiuto un espresso riferimento alla linea B del *Loan* (prestito) erogando da *West Lb*; mentre da verificare più nello specifico sono le segnalate divergenze tra il primo piano e di ammortamento e quello successivamente inviato dalla banca, fermo restando che si tratta di un aspetto che, in se, potrebbe comportare una limitata censura a livello di importi.

Destituite di ogni fondamento sono pertanto le deduzioni di parte ricorrente secondo cui non esisterebbe il raccordo dello *swap* con un mutuo in cui i rischi dovevano essere controllati, e finanche fuorviante la produzione ed il riferimento al solo mutuo dell'importo di euro 10.000.000,00 erogato alla medesima ricorrente da altra banca il 4 ottobre 2010, mutuo che non ha nessuna correlazione con lo *swap* per cui è causa e che peraltro ha ottenuto una copertura con un diverso contratto di *swap* (v. pag. 26 della nota integrativa di bilancio 2012, verso la fine).

Non può peraltro revocarsi in dubbio che non vi sono anomalità o illogicità di sorta nel fatto che — in un contesto di gruppo così sinergico quale gruppo Altarea (come emerge in generale dal grado penetrante di controllo svolta dalla reclamata e più nello specifico dall'analisi delle più importanti voci del bilancio, nonché dagli espressi riferimenti a pag. 25 della nota integrativa, dove significativamente si parla di "gruppo fiscale") — la società controllante (per

motivi più vari, tra cui ad esempio le specifiche competenze in derivati) si incarichi di stipulare siffatti contratti a beneficio delle controllate.

Contratti i cui effetti peraltro, come spiegato nella nota integrativa di bilancio pag. 26, vanno imputati alle singole società controllate, perché la controllante “*provvede ad imputare (a tali società) i flussi di cassa periodici derivanti dalle maturazioni periodiche pattuite con gli intermediari finanziari* (e la cosa non può essere anodina neanche sotto il profilo del *periculum in mora*).

Gli aspetti appena richiamati sembrano confutare la prima serie di argomentazioni svolte da parte del ricorrente, che facendo leva su una pretesa speculatività del derivato per assenza in concreto di una effettiva funzione di copertura, peroravano una nullità per difetto di causa concreta ovvero un annullamento per dolo contrattuale (quando invece il globale senso economico delle operazioni di gruppo era ben noto a tutti ed anzi caldeggiato dalla stessa società).

Procedendo oltre, deve rilevarsi che l’analisi del contratto, della sua struttura, dell’oggetto dell’alea e dei concreti esiti nei 5 anni in cui ha avuto esecuzione non fa emergere né un *fumus* di immeritevolezza di tutela né un *fumus* di ulteriori inadempimenti della banca rivelanti in prospettiva risolutoria e risarcitoria.

Il contratto è caratterizzato da un scambio tra tasso fisso da parte del cliente (moderatamente crescente negli anni, da 4,00 a 4,25) e il tasso *Euribor* a sei mesi da parte della banca; in merito al tasso pattuito a carico della cliente reclamata, deve considerarsi pacifico (lo stesso tecnico di parte ricorrente lo riconosce, v. pag. 13 della sua relazione, quando parla della prima componente) che la misura di tale tasso era più bassa, e quindi migliore per la società, rispetto a quello che si poteva ottenere sul mercato dei tassi *swap* al momento della stipula.

Quanto alla struttura, va detto che sostanzialmente si tratta della configurazione base del contratto di *swap* c.d. *Plain Vanilla* cui è stata aggiunta l’unica “complicazione” relativa alle c.d. soglie *Out*, anche questi crescenti, a partire da 4,63: era in sostanza previsto che ove il tasso variabile avesse superato quella soglia, sarebbe cessato ogni flusso (e quindi ogni copertura).

Questo aggiustamento costituiva il necessario contraltare (alternativo al pagamento di una somma da parte del cliente di euro 478.000,00 secondo il calcolo del CTP) alla concessione di un tasso fisso più basso di quanto indicava il mercato al momento della stipula dell’impegno contrattuale.

I calcoli del CTP sul valore negativo indotto dalla soglia *Out* e le considerazioni del medesimo sulla stessa costruzione di questa soglia come incorporante due differenti opzioni, con un preteso raddoppio dei costi impliciti, sono invero in buona misura oscure e meriterebbero, se ritenute rilevanti, un approfondimento nel contraddittorio tecnico.

Questi dubbi investono per naturale conseguenza la tematica dei costi impliciti, che sarebbero appunto dati dalla differenza tra il valore delle negatività da soglia *out* ed il valore della positività da tasso fisso più basso rispetto al mercato (sempre ricordando che il costo implicito non è null’altro che una mera previsione).

Ebbene, tutto ciò premesso, il collegio rileva, richiamando i parametri di valutazione sommaria propri di questa sede.

- che, come già accennato, la presenza di una soglia *out* non è stato altro che il contraltare della concessione da parte della banca di un tasso fisso più basso di quello che sarebbe stato altrimenti applicato sulla base del mercato, e trovava quindi giustificazione nel contesto di tale struttura;

- che il rilievo secondo cui il possibile guadagno del cliente si situava solo all’interno di quel *range* tra tasso fisso e tasso soglia *Out* non è idoneo a render inconsistente l’alea bilaterale, in un contesto in cui al momento della stipula il tasso variabile era superiore a quello fisso pattuito (con un primo flusso positivo a favore della società di quasi 60.000,00 euro) e si prevedeva un rialzo dei tassi, non potendo trovare accoglimento il globale raffronto tra possibile perdita globale massima di una parte o dell’altra, senza un’analisi di tutti gli altri parametri correlati (volatilità, proiezioni delle curve nel tempo, attese di mercato, etc.) e non potendo godere allo stato di alcuno riscontro l’affermazione secondo cui vi sarebbe una

“possibilità di guadagno per il cliente soltanto del 5,90%, peraltro, con precisazione poco chiara, indipendentemente dalla probabilità” (v. pag. 14 della relazione, in basso):

- che, in ogni caso tutto ciò che riguarda il tasso soglia non ha alcun rilievo in relazione alle perdite che si sono verificate nel caso di specie, tutte a ricollegare allo scenario ribassista (ben evidenziato dalla documentazione prodotta dalla banca convenuta relativa all’andamento *Euribor* dal 2006 ad oggi); ed in relazione allo scenario verificatosi a partire dall’anno successivo alla stipula del contratto, appunto di tipo ribassista, non esistono nel contratto “complicazioni” di nessun tipo, prevedendosi semplicemente lo scambio tra tasso fisso e tasso variabile;

- che, a fronte di una stabilità nel corso del primo anno, a partire da gennaio 2009 il tasso *Euribor* ha cominciato a scendere pericolosamente, arrivando in poco tempo al 1,1% e questo evento ha costituito l’unica, evidente e matematica causa dei notevoli flussi negativi per la cliente reclamata correlati per forza di cose ad un nozionale così consistente;

- che anzi, ove fosse stato stipulato un contratto *Plain Vanilla* senza soglia *Out*, nel contratto sarebbe stato (necessariamente) previsto un tasso fisso maggiore (all’incirca di mezzo punto percentuale, come può ragionevolmente ritenersi visto che l’*euribor* al 1 maggio 2007 era a 5,135), cosa che avrebbe comportato un maggiore esborso per flussi negativi ed una misura ancor più negativa di quella attuale del *Mark to Market*.

In questo contesto non è possibile enucleare non solo la nullità del contratto per problematiche attinenti la sua funzione contrattuale, ovvero la necessaria esistenza di un’alea bilaterale, e quindi la causa astratta e/o concreta, ma anche la risoluzione per violazioni comportamentali; in particolare nel caso di specie non può essere dato rilievo alla dedotta mancata informazione della banca al cliente sulla misura dei c.d. costi impliciti (che, come si è visto sarebbero derivati dalla sottrazione tra il valore negativo delle due opzioni e il valore derivante dal vantaggio di aver avuto un tasso fisso più basso) sia perché il relativo calcolo del CTP (euro 552.000,00) assume per i motivi detti una consistenza “esoterica” ed allo stato non comprensibile in particolare nel riferimento ad un doppio meccanismo opzionale sia perché la chiara enucleazione dei termini contrattuali non rendeva impossibile una autonoma valutazione della società con riguardo ad un aspetto che, comunque, è sempre opportuno ribadire, ha mera natura previsionale. La tematica dei costi impliciti, non può essere utilizzata neanche per “costruire” l’esistenza di un finanziamento implicito e di tassi di interesse usurari, e ciò non solo per motivi in appresso indicati, ma per l’ancora più assorbente considerazione relativa alla problematica, riconosciuta in dottrina, di enucleare — in contesto così specifico, basato su dati previsionali e non su effettive dazioni e correlati e precisi obblighi di restituzione — effettivi ambiti di ragionevole applicazione delle norme sulla contrattualistica di mutuo e sulla misura dei tassi.

Per esigenze di completezza, il collegio tratta brevemente anche il profilo del *periculum in mora* che (pure) si opina non essere sussistente.

Se l’accertamento del *fumus boni iuris* — connotato dalla provvisorietà di tale valutazione, destinata a cedere di fronte a quella definitiva — può essere operato sulla base di un vaglio del materiale probatorio che può assimilarsi ad una cognizione con vaglio superficiale in ordine all’esistenza del diritto, l’accertamento del *periculum in mora* — dovendo essere condotto su circostanze concrete ed obiettive, e per di più rilevanti ai soli fini della misura cautelare — postula un grado di convincimento maggiore, in termini di tendenziale certezza in ordine alla sussistenza del presupposto del *periculum* nella fattispecie concreta. Vi deve essere cioè la prova liquida del pregiudizio, ovvero del potenziale pregiudizio, unitamente agli ulteriori correlati elementi dell’imminenza e dell’irreparabilità.

Può convenirsi con la parte reclamata soltanto sul fatto che nell’anno 2012 la società ha sofferto di un quadro congiunturale negativo, come riportato nella relazione sulla gestione al 31 dicembre 2012 (ove peraltro si indicava i modi e gli accorgimenti per fronteggiare la situazione) e come documentato dalla diminuzione dei ricavi rispetto all’anno precedente.

Questo generico dato non può però contribuire a supportare il pericolo di una crisi dell’impresa per il solo fatto che, nell’anno in corso, i flussi negativi verso BNL giungeranno

all'importo di circa 1,4 milioni di euro, quando l'anno precedente i complessivi flussi erano stati, comunque, di circa 1.080.000,00. Non vi sono elementi concreti, ulteriori rispetto al generico prospettato allarmismo, per affermare una imminente crisi di liquidità dovuta al solo aumento di qualche centinaio di migliaia di euro dei flussi negativi correlati allo *swap* in questione. Ne può fondamentalmente assommarsi ai flussi in scadenza l'importo attuale del *Mark to Market*, il quale ha un mero valore previsionale e rappresenta solamente il costo di recesso o di sostituzione, destinato nel tempo — in ragione del pagamento dei flussi, dell'avvicinarsi alla scadenza e dell'eventuale modificarsi degli scenari — a modificarsi e tendenzialmente a diminuire sino (alla scadenza) ad azzerarsi.

E ciò va affermato tanto più nel momento in cui si analizza, nel contesto del bilancio, il rapporto tra oneri e proventi finanziari della società nel corso dell'anno 2012, in luogo di rafforzare gli oneri con il solo ricavo commerciale; la ricorrente risulta aver avuto nel 2012 oneri finanziari (tra cui quelli per la regolarizzazione di *swap*) di rilievo (dell'ordine di euro 5.800.000,00) dovuti peraltro anche a *proventi di ribaltamento di interessi attivi swap* (v. per tutti questi elementi la nota integrativa bilancio 2012 pag. 20 in alto); in sostanza l'aumento dei flussi negativi verso BNL del corrente anno è solo una piccola parte della complessa trama di oneri e proventi finanziari che nel corso dell'anno 2012, e certamente anche nel corso dell'anno 2013, caratterizza la società.

L'ultimo elemento da porre in evidenza, anche questo decisamente (e ulteriormente) contrastante con la sussistenza del *periculum in mora*, consiste nel fatto che i flussi negativi che la società deve e dovrà pagare a BNL ove proseguire questo trend ribassista, trovano un ristoro (che, con un tale ribasso dell'*euribor*, si presume adeguato) nel risparmio che la società controllata Altacasale ottiene sul suo indebitamento effettivo a tasso variabile (cioè sul mutuo ottenuto da West Lb); in buona sostanza, in presenza di uno *swap* che nello scenario ribassista funziona come un *Plain Vanilla*, che per un verso parte ricorrente, per conto della controllata, sta semplicemente pagando il tasso fisso che nella sostanza programmato di pagare stipulando lo *swap*, e per altro verso i benefici dalla controllata Altacasale non possono che riverberarsi sulla controllante (al 99%) Altarea, il valore della cui partecipazione è iscritto a bilancio.

Per tutto quanto precede il reclamo va accolto e, per l'effetto, va riformata la decisione del primo giudice, con revoca dell'ordine di sospensione dell'esecuzione e degli addebiti di somme e di ogni altra disposizione conseguente. Le spese di questo giudizio di reclamo, come già quelle della fase avanti al primo giudice, vanno rimesse al giudizio definitivo.

Visto gli art. 669 *terdecies* e 700 c.p.c.

P.Q.M.

accoglie il reclamo e per l'effetto revoca l'ordinanza cautelare emessa in data 27 giugno 2013 e depositata in data 28 giugno 2013 ai sensi dell'art. 700 c.p.c. dal Giudice del Tribunale di Milano nel corso della causa n. 18960/2013 in relazione al contratto di *swap* stipulato tra le parti nel maggio 2007, rimandando la decisione sulle spese processuali al giudizio definitivo.

Funzione di copertura parziale di uno *swap* di pagamenti e mancanza della formula di calcolo del *mark-to-market*: la babele continua.

SOMMARIO: 1. La funzione di copertura parziale. — 2. Il *mark-to-market* non è elemento del contratto derivato. — 3. Il "*par swap*" non esiste. I costi impliciti.

1. *La funzione di copertura parziale.* — La sentenza in esame affronta il consueto schema accusatorio spesso utilizzato dai clienti delle banche, i quali hanno sottoscritto contratti di *swap* di pagamenti negli anni antecedenti il crollo dei tassi di interesse, ora diventati

negativi ⁽¹⁾. Le gravi perdite economiche conseguenti a tale calo e la confusione generata da numerose contrastanti sentenze hanno favorito uno “tsunami” di cause ed arbitrati nei quali l’attore richiede al giudice di pronunciarsi su tutta la casistica di patologia del contratto prevista dalla legge: nullità per difetto di causa in concreto, nullità per mancanza di elementi essenziali del contratto, nullità per indeterminatezza dell’oggetto del contratto, nullità per violazione norme imperative, nullità del contratto quadro per mancato adeguamento alla normativa nel frattempo modificata, annullamento per errore e/o per dolo, risoluzione, risarcimento dei danni per responsabilità contrattuale, extracontrattuale, precontrattuale, invalidità della dichiarazione *ex art. 31 Reg. Consob n. 11522 del 1998*, violazione delle norme sul conflitto di interessi, violazione dell’obbligo di adeguatezza, violazione degli obblighi informativi e degli obblighi di correttezza, trasparenza, informazione e professionalità dell’intermediario ai sensi dell’art. 21 t.u.f., violazione degli artt. 1175, 1176, 1322, 1325, 1346, 1338, 1375, 1418, 1427, 1710, 1815, e 2043 c.c., finanche alla violazione delle norme sull’usura. In sostanza, l’unica richiesta non ancora effettuata nelle varie cause susseguite pare essere unicamente la rescissione.

Nella maggioranza dei casi questi tentativi sfociano soltanto in un dispendio di risorse pubbliche e private, senza raggiungere un positivo risultato per l’attore, ma a volte il rischio è premiato.

Analizziamo il caso di specie. Un operatore qualificato, che come da copione ha contestato di esserlo, concluse nel maggio 2007 un *interest rate swap* che includeva alcune opzioni digitali o barriere, con scadenza decennale, di importo nominale di € 38.500.000 con la finalità di copertura del rischio derivante dalla fluttuazione dei tassi di interesse applicati ad un finanziamento a tasso variabile di pari importo. I differenziali maturati in circa nove anni a carico dell’attore sono stati oltre € 8 milioni a causa del drastico calo dei tassi di interesse, e la banca è stata condannata a risarcire tale somma.

Se da un lato il tribunale respinge la maggioranza delle richieste attoree (quali la nullità per difetto di causa concreta o per difetto di causa c.d. razionale, la nullità per asserita carenza del contratto quadro, per la mancanza di clausola di recesso, la nullità del contratto concluso fuori sede per l’omessa indicazione della facoltà di recesso, la nullità del contratto *ex art. 1418 c.c.* per indeterminatezza dell’oggetto, la risoluzione del contratto per grave inadempimento, le contestazioni della dichiarazione di operatore qualificato) dall’altro afferma la responsabilità della banca per i danni subiti dal cliente in conseguenza della stipulazione del contratto IRS, il quale avrebbe avuto solo parzialmente la funzione di copertura, oltre a condannare la banca per aver omesso di inserire nella documentazione contrattuale la formula di calcolo del *mark-to-market*.

Le motivazioni non appaiono condivisibili per diversi motivi.

Innanzitutto lo stesso tribunale, con motivazioni corrette e persuasive per i motivi di seguito illustrati, ha argomentato in maniera diametralmente opposta in sede di opposizione da parte della banca al ricorso *ex art. 700 c.p.c.* con il quale il cliente chiese la sospensione degli effetti del contratto in esame (ordinanza del 25 settembre 2013).

Dalla lettura della sentenza e dell’ordinanza appare chiaro che lo scopo dello *swap* fosse la copertura dei rischi di fluttuazione dei tassi di interesse del finanziamento erogato da un terzo soggetto rispetto alla banca che ha concluso il derivato. La CTU ha accertato che lo *swap* non può considerarsi di pura copertura in quanto permette una copertura parziale, esponendo comunque il cliente alle conseguenze derivanti da particolari andamenti del tasso di interesse. Lascia in primo luogo perplessi il fatto che il CTU non abbia esaminato le caratteristiche tecniche del finanziamento di cui il derivato doveva essere di copertura. Il CTU comunque afferma che “non esiste una perfetta corrispondenza tra i flussi potenzialmente generati dallo strumento derivato ed i flussi potenzialmente generati dall’indebitamento sottostante rendendo

⁽¹⁾ Dal marzo 2003 l’*euribor* è stato in costante crescita fino all’ottobre 2008, quando toccò l’apice a 5,23% (nel marzo 2003 l’*euribor* a 3 mesi era 2,56%); sei mesi dopo era crollato a 1,69% e a ottobre 2009 a 0,75%.

così impossibile una copertura perfetta dagli effetti del rischio di tasso di interesse secondo la valutazione probabilistica *ex ante* richiesta dal quesito”.

La sentenza del tribunale afferma che l'intermediario avrebbe dovuto dimostrare di avere correttamente adempiuto gli obblighi di agire con diligenza e con competenza professionale in vista del perseguimento dell'interesse del cliente, che era appunto la copertura dei rischi di fluttuazione dei tassi di interesse del finanziamento concesso da una terza banca, mentre il CTU ha rilevato una finalità dello *swap* prevalentemente speculativa rispetto all'andamento del tasso di interesse. Da tale ultimo rilievo discende la responsabilità della banca per i danni subiti in conseguenza della stipulazione del contratto derivato.

Orbene, appare di prima evidenza che le parti non hanno concordato la funzione di perfetta o pura copertura del derivato, ma più semplicemente la funzione di copertura. È inoltre noto che i clienti chiedono spesso alle banche di introdurre elementi contrattuali che consentano una riduzione del tasso fisso a carico del cliente in cambio dell'assunzione di alcuni rischi di variazione dei tassi, i quali rimangono a carico del cliente. In altre parole, a fronte della copertura imperfetta il cliente mantiene rischi di fluttuazione dei tassi di interesse remoti, quantomeno se valutati *ex ante*. In maniera non dissimile accade nel mondo assicurativo: se il cliente accetta una franchigia la copertura del rischio assicurato non è perfetta, e più è alta la franchigia minore è il costo del premio assicurativo. Il cliente può scegliere di ridurre il costo del premio assicurativo (o dello *swap* di pagamenti) a fronte del mantenimento di una porzione di rischio, la cui entità varia in funzione del risparmio che il cliente vuole realizzare.

Il contratto derivato della controversia che si commenta è un *plain vanilla swap* di pagamenti, cioè la forma più semplice e lineare dello *swap* di pagamenti in base al quale il cliente riceve il tasso variabile (*euribor* semestrale) e paga un tasso fisso del 4%, che gradualmente aumenta fino al 4,25% nell'arco di dieci anni. Per ogni data di pagamento semestrale sono indicati tassi soglia (“soglia *out*”) che partono da 4,63% e salgono gradualmente fino a 5,53% nell'arco di dieci anni. Qualora alla data di pagamento semestrale il tasso variabile *euribor* a 6 mesi risultasse maggiore o uguale alla soglia, le parti non saranno tenute ad alcun pagamento per quel semestre.

La documentazione contrattuale dello *swap* recita che “se il tasso variabile *euribor* 6 mesi rilevato all'inizio di ciascun periodo è inferiore alla soglia *out* prestabilita, alla scadenza del periodo la società paga il tasso fisso dell'anno di riferimento e riceve dalla banca il tasso variabile *euribor* 6 mesi. Se il tasso variabile *euribor* 6 mesi rilevato all'inizio di ciascun periodo è pari o superiore alla soglia *out* prestabilita, alla scadenza del periodo non ci sarà alcuno scambio di differenziale tra le parti”. È inoltre specificato che “la struttura descritta rappresenta il giusto compromesso tra le esigenze di copertura e la possibilità di ottenere un livello di tasso migliore [n.d.r. più basso per il cliente] rispetto a quello offerto dall'interest rate *swap*. La soglia *out*, che costituisce un limite massimo di protezione, è stata determinata considerando l'attuale curva dei tassi attesi.”.

Appare pertanto chiaro che il contratto è uno scambio di tasso fisso da parte del cliente (moderatamente crescente negli anni, da 4 a 4,25%) e il tasso variabile a sei mesi da parte della banca. Appare altrettanto chiaro — ed è ammesso dal perito del cliente — che la misura del tasso fisso è più bassa, e quindi migliore per il cliente, rispetto a quello che si poteva ottenere sul mercato dei tassi *swap* al momento della stipula del contratto. Al fine di ridurre il tasso fisso a beneficio del cliente sono state introdotte delle condizioni, denominate soglia *out*, al verificarsi delle quali le obbligazioni di pagamento delle parti (pagamento del tasso fisso da parte del cliente e pagamento del tasso variabile da parte della banca) vengono meno, lasciando ovviamente il cliente esposto al rischio di pagare il tasso variabile del finanziamento che ha superato la soglia. In tale fattispecie il cliente perde la protezione dal rischio di innalzamento del tasso variabile.

L'ordinanza del tribunale coglie in pieno questo aspetto notando che “si tratta della configurazione base del contratto di *swap* c.d. *plain vanilla*, cui è stata aggiunta l'unica “complicazione” relativa alle c.d. soglie *out*, anche queste crescenti, a partire da 4,63%: era in sostanza previsto che ove il tasso variabile avesse superato quella soglia, sarebbe cessato ogni

flusso (e quindi ogni copertura)” per il relativo periodo temporale. Non solo, il tribunale sottolinea correttamente che “questo aggiustamento costituiva il necessario contraltare (alternativo al pagamento di una somma da parte del cliente di euro 478.000 secondo il calcolo del consulente tecnico di parte) alla concessione di un tasso fisso più basso di quanto indicava il mercato al momento della stipula dell’impegno contrattuale”.

In estrema sintesi il cliente ha ottenuto un risparmio certo (tasso fisso più basso rispetto al mercato) a fronte del rischio di una remota mancata copertura nel caso di rialzo dei tassi variabili al livello del tasso soglia. Da notare inoltre che i tassi variabili non hanno mai raggiunto la soglia e pertanto il cliente ha avuto, anche *ex post*, un significativo risparmio.

In definitiva il cliente ha pagato un tasso fisso (più basso del mercato) sul proprio indebitamento a tasso variabile. L’ordinanza del tribunale dimostra che il giudice ha ben compreso la funzione ed il meccanismo contrattuale dello *swap* e bene evidenzia che “in ogni caso tutto ciò che riguarda il tasso soglia non ha alcun rilievo in relazione alle perdite che si sono verificate nel caso di specie, tutte da ricollegare allo scenario ribassista (ben evidenziato dalla documentazione prodotta dalla banca convenuta relativa all’andamento *euribor* dal 2006 ad oggi); ed in relazione allo scenario verificatosi a partire dall’anno successivo alla stipula del contratto, appunto di tipo ribassista, non esistono nel contratto “complicazioni” di nessun tipo, prevedendosi semplicemente lo scambio fra tasso fisso e tasso variabile; che, a fronte di una stabilità nel corso del primo anno, a partire dal gennaio 2009 il tasso *euribor* ha cominciato a scendere pericolosamente, arrivando in poco tempo sotto l’1%, e questo evento ha costituito l’unica evidente e matematica causa dei notevoli flussi negativi per la cliente reclamata correlati per forza di cose ad un nozionale così consistente; che anzi, ove fosse stato stipulato un contratto *plain vanilla* senza soglia out, nel contratto sarebbe stato (necessariamente) previsto un tasso fisso maggiore (all’incirca di mezzo punto percentuale, come può ragionevolmente ritenersi visto che l’*euribor* all’1 maggio 2007 era a 4,135), cosa che avrebbe comportato un maggiore esborso per flussi negativi ed una misura ancor più negativa di quella attuale del *mark-to-market*”.

La sentenza del tribunale non ha colto, invece, questo fondamentale aspetto che risulta del tutto ignorato. Anzi, la sentenza non menziona nemmeno il meccanismo contrattuale. Sulla base dell’affermazione apodittica che il contratto derivato non offre una copertura perfetta, bensì soltanto parziale, ha condannato la banca al pagamento di tutti i differenziali negativi per il cliente. Il ragionamento non appare condivisibile in quanto “perfetta copertura” e “copertura” non sono assolutamente la stessa cosa.

Le parti non hanno concluso, infatti, un contratto di *swap* con la funzione di perfetta copertura, bensì con la funzione — non meglio qualificata — di copertura: funzione che lo stesso CTU afferma essere presente nel derivato in esame. Alla luce di ciò non sembra condivisibile la tranciante conclusione del giudice che condanna la banca per il fatto che la copertura fosse soltanto parziale ... in quanto la copertura parziale è esattamente ciò che le parti hanno concordato *per tabulas*!

Non solo, il cliente ha in effetti ottenuto la copertura contro il rialzo del tasso variabile, e l’ha ottenuta ad un costo inferiore a quello che avrebbe pagato se avesse contratto uno *swap* di perfetta copertura!

Il contratto derivato in esame non ha affatto finalità “prevalentemente speculativa” come si legge nella sentenza in quanto l’unica “speculazione” è stata fatta dal cliente, ottenendo uno sconto certo sul tasso fisso in cambio di un rischio di mancata copertura al verificarsi di certe condizioni ⁽²⁾ che non si sono mai verificate in concreto.

⁽²⁾ Nella prassi finanziaria si utilizza il termine opzione con riferimento ad almeno tre diverse fattispecie giuridiche. La prima è quella prevista dall’art. 1331 c.c. e cioè il contratto (tipico e commutativo) in forza del quale una parte rende irrevocabile la propria proposta a contrarre (tipicamente le opzioni *call* o *put* su titoli o divise, le *swap option*, ecc.). La seconda è riferita al contratto (atipico ed aleatorio) in forza del quale una parte, a fronte di un premio, si obbliga ad eseguire un pagamento al verificarsi di un evento futuro ed incerto (opzioni sui tassi di interesse: *cap*,

Se tutti i contratti derivati che non offrono una perfetta copertura fossero fonte di responsabilità per l'intermediario l'intero sistema bancario (e quindi l'intero Paese) sarebbe a rischio di insolvenza in quanto è assai comune che i clienti mantengano una porzione di rischio, incerto per definizione e tendenzialmente remoto, di variazione dei tassi (o di minore copertura) in cambio di un risparmio certo sul tasso di interesse del derivato.

Anche questa sentenza si aggiunge a quella giurisprudenza che spinge gli intermediari stranieri ad evitare le società italiane quali dirette controparti di contratti derivati: gli stranieri chiedono infatti di essere intermediati da banche italiane che si assumono il rischio dovuto all'incomprensione giurisprudenziale della materia creando costi aggiuntivi a carico dei clienti e con conseguente svantaggio competitivo del sistema paese.

2. *Il mark-to-market non è elemento del contratto derivato.* — Il secondo argomento presente nella sentenza del tribunale ed utilizzato come profilo di responsabilità della banca attiene al fatto che nel contratto mancano i criteri di calcolo del *mark-to-market*. Il tribunale afferma che il *mark-to-market* è elemento essenziale dell'oggetto del contratto di *swap* in quanto è "la sommatoria attualizzata dei differenziali futuri attesi sulla base delle condizioni dell'indice di riferimento alla data della sua quantificazione e deve essere sviluppato attraverso un conteggio che, mediante il ricorso a formule matematiche che possono essere differenti, consenta di procedere all'attualizzazione dello sviluppo prognostico del contratto sulla base dello scenario esistente al momento del calcolo del *mark-to-market*".

La tesi che il *mark-to-market* sia elemento essenziale del contratto appare stravagante e non condivisibile in quanto basata su una non corretta comprensione della causa del contratto di *swap* di pagamenti.

Per meglio comprendere le motivazioni che portano a considerare errata la minoritaria dottrina e giurisprudenza ⁽³⁾ che considera il *mark-to-market*, un elemento contrattuale è necessario chiarire la differenza tra "valore" e "prezzo" di un contratto o, meglio, tra *mark-to-market* (o *fair value*) e prezzo.

Il *mark-to-market* non esprime affatto un valore concreto ed attuale, ma esclusivamente una proiezione finanziaria basata sul valore teorico di mercato in caso di risoluzione anticipata. Il valore del *mark-to-market* è influenzato da una serie di fattori ed è, quindi, sistematicamente aggiustato in funzione dell'andamento dei mercati finanziari ⁽⁴⁾. È una valutazione — semplice o complessa che sia — che non può considerarsi necessaria per determinare l'alea di un contratto aleatorio (né tantomeno di un contratto commutativo come il *plain vanilla swap*).

Il valore di mercato del derivato ed i conseguenti aggiustamenti contabili non sono valori idonei ad assumere valenza in sede giudiziale. Il valore di mercato nasce essenzialmente come strumento di monitoraggio: esso consiste in una sorta di simulazione giornaliera di chiusura della posizione contrattuale e di stima probabilistica del rapporto di debito/credito fra le parti che non comporta conseguenze giuridiche perché non si traduce in una perdita monetaria o in un obbligo di pagamento ⁽⁵⁾.

floor, corridor, ecc.; credit default swap tra i derivati di credito, ecc.). La terza è riferita a condizioni che vanno a modificare obbligazioni delle parti senza assumere l'autonomia contrattuale (ad esempio, le *digital option* o barriere presenti in certi *swap* di pagamenti). Il motivo per il quale gli operatori utilizzano lo stesso termine per indicare fattispecie diverse è dato dal fatto che le metodologie di *pricing* di tali eventi sono basate sugli stessi fondamentali matematico-statistici.

⁽³⁾ Trib. Milano, 16 giugno 2015, in www.plurisonline.it; App. Milano, 11 novembre 2015, in www.ilcaso.it; Coll. arbitr., 4 luglio 2013, in www.dirittobancario.it, e in questa *Rivista*, 2015, 337, con nota di CAPUTO NASSETTI, *Fair value e fair price nei contratti derivati*; Trib. Torino, 17 gennaio 2014, in *Contr.*, 2014, 1012, con nota di INDOLFI; App. Milano, 18 settembre 2015, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2014, II, 278, con nota di TUCCI; in *N. giur. civ. comm.*, 2014, 206, con nota di BALLERINI; in questa *Rivista*, 2014, II, 227, con nota di CAPUTO NASSETTI; in *Rass. dir. civ.*, 2014, 295 con nota di DI RAIMO; ed in *Società*, 2014, 441, con nota di CALZOLARI.

⁽⁴⁾ Cass. pen., 21 dicembre 2011, n. 47421, in www.dirittobancario.it.

⁽⁵⁾ App. Milano, 3 giugno 2014, n. 1937, in www.dirittobancario.it. V. anche App. Milano, 3 marzo 2016, n. 858, *ivi*.

È stato ormai recepito anche dalla giurisprudenza che il valore *mark-to-market* o *fair value* non corrisponde ad un profitto per la banca (o intermediario o impresa di investimento) e risulta acclarata l'infondatezza della tesi secondo cui il *fair value* iniziale del contratto derivato equivarrebbe ad un profitto definitivamente acquisito per la banca, indipendentemente dal concreto andamento del contratto e, specularmente, l'infondatezza della tesi secondo cui il *fair value* iniziale del contratto derivato equivarrebbe ad un danno definitivamente subito dal cliente indipendentemente dal concreto andamento del contratto ⁽⁶⁾. Nello stesso senso la Suprema Corte ha affermato che il presunto vantaggio patrimoniale per la banca, e correlativo svantaggio per il cliente, non può rinvenirsi nel concetto di *mark-to-market*, in quanto tale valore non esprime affatto un valore concreto ed attuale, ma esclusivamente una proiezione finanziaria basata sul valore teorico di mercato in caso di risoluzione anticipata ⁽⁷⁾.

È stato correttamente affermato che il *mark-to-market* non corrisponde ad alcuna effettiva uscita di cassa da parte del cliente né ad alcuna somma effettivamente percepita dalla banca e, pertanto, i costi impliciti a carico del cliente non possono essere ravvisati nel valore negativo del *mark-to-market* al momento della sottoscrizione dei contratti e ciò perché il *mark-to-market* non esprime un valore reale, ma di mera proiezione in termini di attualizzazione ⁽⁸⁾.

È stato inoltre evidenziato che il margine lordo di intermediazione non comporta, né al momento della conclusione dello *swap* né durante la sua vigenza, un esborso a favore dell'istituto di credito da parte del cliente ma consiste nella differenza tra il valore corrente (c.d. *fair value*) del contratto al momento della sua rilevazione e il *fair value* di analogo contratto stipulato, a condizioni praticate sul mercato, con soggetti terzi. E pertanto chiaro che alla stipulazione del contratto il *mark-to-market* è solo astrattamente nullo, mentre di fatto è normalmente positivo per la banca, risentendo del predetto margine lordo ⁽⁹⁾.

La Corte dei Conti Abruzzo ⁽¹⁰⁾ ha chiarito che il *mark-to-market* è un valore virtuale che si concretizza solo in caso di chiusura ad una certa scadenza, variando con i mercati. I flussi sono invece periodicamente saldati, e presentano valori positivi o negativi a seconda dell'importo dovuto dalla banca alla controparte e di quello dovuto per lo stesso periodo dalla controparte alla banca. È evidente che in entrambi i casi si tratta di importi, per quanto riguarda non solo la quantificazione ma anche l'effettiva consistenza, non attualizzati e privi della connotazione della certezza, in quanto sottoposti a ricalcolo quotidiano.

È stato inoltre finalmente recepito anche in giurisprudenza il fatto che il *mark-to-market* iniziale di un contratto derivato è sempre implicitamente negativo per il cliente e positivo per la banca perché i costi ed i profitti della banca non vengono configurati a parte (ad esempio, con separata commissione da sottoscrivere e corrispondere a margine del contratto come avviene in altre operazioni bancarie) bensì — per prassi costantemente seguita dagli intermediari — “caricati” sul prezzo praticato al cliente, prezzo che viene per tal modo a discostarsi dal *fair value* teorico proprio perché gravato dai margini di copertura dei costi e dei rischi sostenuti e del profitto dell'intermediario. Nulla di male o disdicevole visto che così avviene in tutte le operazioni bancarie in conto proprio ⁽¹¹⁾.

⁽⁶⁾ App. Milano, 3 giugno 2014, n. 1937, 138, (nt. 5); Cons. St., 27 novembre 2012, n. 5962, in questa *Rivista*, 2013, 357 con nota di CAPUTO NASSETTI, *Finalmente un po' di luce in tema di valutazione dei contratti derivati*. Nello stesso senso v. Coll. arbitr., 29 gennaio 2014, in www.diritto bancario.it, che “condivide l'orientamento della giurisprudenza per la quale il *mark-to-market* non costituisce l'oggetto del contratto e, dunque, non rientra tra gli elementi essenziali del medesimo che le parti sono tenute a determinare in maniera esplicita o in relazione al quale sono tenute a prevedere precisi criteri di determinazione”.

⁽⁷⁾ Cass. pen., 21 dicembre 2011, n. 47421, in www.diritto bancario.it.

⁽⁸⁾ Trib. Terni, 8 febbraio 2012, in www.diritto bancario.it.

⁽⁹⁾ Trib. Verona, 10 dicembre 2012, in www.ilcaso.it.

⁽¹⁰⁾ Corte Conti Abruzzo, 22 aprile 2010, n. 259, in www.cortedeiconti.it.

⁽¹¹⁾ App. Milano, 3 giugno 2014, n. 1937, 186, (nt. 5). Nello stesso senso v. Coll. arbitr., 17 giugno 2015, in *Contr.*, 2016, 3, 264.

Il Tribunale di Milano⁽¹²⁾ ha affermato che il cosiddetto *mark-to-market*, o altrimenti detto *fair value*, è un valore che viene dato in un certo momento della vita del contratto derivato, la cui stima involge notevoli aspetti previsionali, e che di per sé non comporta alcuna giuridica conseguenza sulla posizione delle parti, non si traduce cioè in una perdita monetaria o in un obbligo di pagamento. Al più il *mark-to-market* potrebbe essere ritenuto l'oggetto di un patto accessorio al contratto derivato (ad esempio, un patto con cui le parti convengono espressamente di operare la suddetta stima, cioè la finzione di scadenza anticipata con frequenza giornaliera e quindi di accantonare i relativi margini a reciproca garanzia come se realmente il contratto dovesse essere eseguito, creando così una sorta di deposito cauzionale) ovvero, un patto volto a disciplinare le modalità di recesso anticipato dal contratto di durata.

La conseguenza di quanto sopra porta il Tribunale di Milano (e anche quello di Genova⁽¹³⁾) alla corretta affermazione che il *mark-to-market* non rientra nell'oggetto del contratto di swap, né tanto meno nella causa dello stesso. "Il *mark-to-market* costituisce la sommatoria attualizzata dei differenziali futuri in forza dello scenario esistente in un dato momento. Oggetto del contratto di interest rate swap non è dunque lo scambio di flussi attesi, bensì quello di flussi reali futuri. Conseguentemente il differenziale dei contrapposti flussi finanziari, determinato attraverso il *mark-to-market* non è l'oggetto del contratto ma l'espressione del suo valore in un determinato momento; il fatto poi che tale valore, proprio perché mutevole nel tempo, debba essere esplicitato nella nota integrativa in base alla previsione di cui all'art. 2427-bis c.c. non vale a costituirlo come oggetto del contratto" (14).

Poche parole vanno spese in merito all'argomento, a volte ricorrente, a sostegno del fatto che il *mark-to-market* sia un elemento contrattuale in quanto l'art. 2427-bis c.c. ne prevede l'esplicitazione nella nota integrativa al bilancio. Tale argomento non appare condivisibile in quanto il *mark-to-market* è previsto per numerose altre fattispecie — azioni, obbligazioni e strumenti finanziari in generale — per le quali non esiste alcun dubbio che esso non sia un elemento del contratto. Infine se il *mark-to-market* fosse un elemento del contratto non si comprende come risolvere il problema nel caso in cui il valore di mercato non possa essere calcolato come previsto dal terzo e quarto comma della norma in esame (15): sarebbe un elemento contrattuale solo qualora si potesse calcolare!

La recente sentenza del 22 dicembre 2015 emessa dal Tribunale di Milano ha ulteriormente precisato che "in ogni caso, anche ipotizzando che il contratto derivato avesse una posizione negativa di €....., deve escludersi che detto elemento incida sulla causa del contratto e ne comporti la nullità. Infatti, il *mark-to-market* rappresenta il valore del derivato in una dato momento, secondo una proiezione fondata sulle aspettative del mercato e quindi un elemento variabile e non essenziale del contratto, che può rilevare sul piano dell'informativa che l'intermediario deve dare al cliente, ma che non appartiene alla causa del contratto".

Il Tribunale di Torino ha recentemente confermato in maniera esemplare questa lettura del *mark-to-market* (16) in pieno contrasto con le pronunce citate nella precedente nota 3 di questo contributo, ed in particolare con quelle milanesi (17).

(12) Trib. Milano, 19 aprile 2011, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2011, II, 748, con nota di GIRINO.

(13) Trib. Genova, 30 novembre 2015, in *www.ilcaso.it*.

(14) Trib. Genova, 30 novembre 2015, (nt. 13). Nello stesso senso v. Coll. arbit., 17 giugno 2015.

(15) Art. 2427-bis, terzo comma e quarto, c.c.: "[3] Il *fair value* è determinato con riferimento: a) al valore di mercato, per gli strumenti finanziari per i quali è possibile individuare facilmente un mercato attivo; qualora il valore di mercato non sia facilmente individuabile per uno strumento, ma possa essere individuato per i suoi componenti o per uno strumento analogo, il valore di mercato può essere derivato da quello dei componenti o dello strumento analogo; b) al valore che risulta da modelli e tecniche di valutazione generalmente accettati, per gli strumenti per i quali non sia possibile individuare facilmente un mercato attivo; tali modelli e tecniche di valutazione devono assicurare una ragionevole approssimazione al valore di mercato. [4] Il *fair value* non è determinato se l'applicazione dei criteri indicati al comma precedente non dà un risultato attendibile.

(16) "Nessuna norma, primaria o regolamentare, prevede che lo *swap* debba avere valore di

Un recente lodo arbitrale ha statuito che “il *mark-to-market* non rappresenta un elemento essenziale del contratto derivato, traducendosi nell’apprrezzamento del valore teorico stimato del derivato stesso (basato su aspetti previsionali), con la conseguenza che l’omessa informativa, da parte dell’intermediario, di tale valore al cliente non appare di per sé idonea a comportare la nullità del contratto per mancanza di causa in concreto” (18). Altro recente lodo arbitrale ha affermato che “il *mark-to-market* non è un elemento del contratto di *interest rate swap*, ma soltanto la stima del suo valore e non fa parte dell’alea del contratto e non esiste un obbligo di comunicare il valore *mark-to-market* di un contratto derivato tra banca ed operatore qualificato. La mancata comunicazione del valore *mark-to-market*, delle commissioni e profitti dell’intermediario non solo non incide sulla validità del contratto, ma non concreta nemmeno la violazione dell’art. 21, T.u.f.” (19).

Le diverse componenti dei costi e margini che concorrono a rendere il *mark-to-market* negativo per il cliente al momento della conclusione del contratto derivato sono stati ben messi in evidenza e spiegati nella sentenza del Cons. St. n. 5962 del 2012 (20), e verranno ripresi nel paragrafo successivo relativo al *par swap*. Essi rappresentano quei “costi impliciti” o “costi occulti” che non solo sono leciti, ma sono anche necessari al funzionamento del mercato. Né si può pensare che a fronte di tali costi la banca debba riconoscere alla controparte un *upfront* per equilibrare il contratto. Appare quasi superfluo ricordare che non esiste alcuna norma che impone di comunicare il profitto di un contratto (derivato e non), ma soltanto l’obbligo di comunicare il prezzo del derivato al fine di determinare il contenuto del contratto. Al pari di un contratto di compravendita di un titolo la banca deve comunicare le caratteristiche del titolo ed il suo prezzo, e tale prezzo ingloba la copertura dei costi ed il profitto della banca: se non si comunicano gli estremi del titolo non si riesce ad individuare l’oggetto del contratto che sarà, quindi, nullo. La banca, però, non è in alcun modo obbligata a comunicare al cliente il valore *mark-to-market* al momento della vendita, o il valore che il titolo individuato potrà avere dopo sei mesi o sei anni. E anche qualora, in seguito, il titolo acquistato dovesse valere l’ottanta per cento o il centoventi per cento del prezzo di acquisto il cliente non avrebbe perso o guadagnato alcunché, salvo il caso in cui venda il titolo a tale prezzo.

La banca potrà essere responsabile nel caso ometta, ad esempio, di indicare alcune caratteristiche essenziali del titolo che incidono sul rischio: se la banca vende un titolo obbligazionario omettendo di informare che è “subordinato” ad altri creditori oppure che è convertibile in azioni, il cliente potrà sostenere che l’oggetto del contratto da lui inteso e rappresentato dalla banca era diverso da quello effettivo, ma se gli fornisce tutti gli elementi per valutarlo ed al cliente va bene il prezzo — alto o basso che sia — il negozio è valido (21).

La banca è tenuta a fornire tutti gli elementi del prezzo e del contratto concluso (durate, modalità di calcolo delle prestazioni delle parti, periodicità dei pagamenti ecc.), ma non il suo

mercato pari a zero; ne vi è disposizione di legge che imponga un obbligo di esplicitazione di tali costi a pena di nullità per carenza di causa. È, inoltre, acquisizione pacifica in giurisprudenza e dottrina che il valore iniziale del derivato, concluso tra un intermediario e un cliente *retail*, incorpora un margine di intermediazione che riflette, tra l’altro, il rischio di credito che la banca assume per il caso di insolvenza del cliente, il margine di profitto (c.d. *mark-up*) nonché il costo di copertura dell’operazione. I costi impliciti dei prodotti finanziari OTC dunque esistono, non snaturano la causa del contratto, non ne determinano la nullità per presunta carenza di causa, né obbligano a compensare il cliente tramite erogazione di *upfront*. Detti costi implicano soltanto un dovere di trasparenza informativa nei confronti del cliente, come sancito dalla comunicazione Consob del 2 marzo 2009 n. 9019104” così Trib. Torino, 30 luglio 2015, in www.ilcaso.it.

(17) Trib. Milano, 16 giugno 2015, (nt. 3); App. Milano, 11 novembre 2015, (nt. 3).

(18) Coll. arbitr., 24 luglio 2015.

(19) Coll. arbitr., 10 febbraio 2015, con nota di CAPUTO NASSETTI, *Causa, alea, mark-to-market e upfront nei contratti di swap di pagamenti e opzioni sui tassi di interesse*, in corso di pubblicazione su questa Rivista.

(20) In questa Rivista, 2013, 357, con nota di CAPUTO NASSETTI, (nt. 137).

(21) Fatte salve le ipotesi di rescissione qualora ne ricorrano i presupposti.

valore (*mark-to-market* o *fair value*)⁽²²⁾. Oltre a non essere previsto un obbligo di fornire tale valore, pretenderlo per i contratti derivati contrasterebbe con il trattamento che ci si aspetta in altri contratti — anche aleatori —: se partecipo ad una lotteria o scommetto su una variabile finanziaria o sui cavalli la validità del contratto non è inficiata — o l'oggetto del contratto non è incompleto (e quindi il contratto non può essere nullo *ex art.* 1418, secondo comma, per mancanza di determinabilità dell'oggetto) — se non sono comunicate le probabilità statistiche di vittoria, dati scientificamente disponibili. Il biglietto della lotteria comprende la copertura dei costi ed i margini di profitto che il venditore si aspetta di realizzare (e che potrebbe anche non realizzare nel caso in cui vendesse pochi biglietti), e nel momento in cui è noto su cosa scommetto e come verrà estratto il premio il contratto è valido. Cosa diversa sarebbe il caso in cui il venditore non renda noto all'acquirente del biglietto gli elementi essenziali dell'estrazione o della gara.

Nel contratto di opzione sui tassi, che è sicuramente aleatorio ed assimilabile alla *empio spei*⁽²³⁾, le parti hanno accettato l'alea previsionale come struttura tipica del loro accordo, ferme restando la correttezza della "gara". Il compratore sa bene che non sta acquistando, poniamo, un quintale di pesce, ma solo la speranza, la *spes* per l'appunto, di veder tornare il pescatore con la rete piena, magari con molti quintali di pesce. La rete potrà tornare vuota, naturalmente, ma ciò deve accadere per una sovrastimata pescosità del mare, per un'inaspettata tempesta che ha costretto al ritorno in porto, per altre avverse condizioni di navigazione e non perché il pescatore ha manomesso le reti. La casistica giurisprudenziale s'è dovuta occupare di simili "pescatori" giudicando l'illiceità nella condotta di banche le quali hanno minimizzato i rischi e non hanno rivelato con completezza tutti gli elementi dell'operazione finanziaria proposta al cliente.

Il prezzo del derivato, invece, altro non è che il tasso, il cambio, il livello del parametro utilizzato per determinare le obbligazioni delle parti. Nel caso del *plain vanilla swap* il prezzo è dato dalla indicazione dei tassi — fisso e variabile — che le parti si impegnano reciprocamente a pagare, nonché degli altri elementi quali, ad esempio, la durata e le frequenze dei pagamenti.

(22) Secondo Trib. Pistoia, 2 luglio 2015 "l'esistenza di un margine lordo implicito in favore della banca, costituito ora dalle condizioni più favorevoli che questa ottiene sul mercato per concludere il derivato di segno opposto, ora dalla copertura del rischio di credito e dei costi operativi, non costituisce, di per sé, segno di una patologia dell'operazione, risultando anzi del tutto fisiologica". Secondo App. Milano, 3 giugno 2014, in *dirittoegustizia.it*, con nota di BENCINI "non commette il reato di truffa il dipendente della banca che omette di esplicitare al cliente i costi sostenuti dall'intermediario, introdotti nella struttura del prodotto derivato e richiesti per l'attività di gestione del medesimo, difettando un obbligo *ex lege* di comunicazione di tale informazione". Secondo Trib. Verona, 25 marzo 2013, in *Società*, 943, con nota di CALZOLARI; in questa *Rivista*, 2014, II, 719, con nota di CAPUTO NASSETTI, *Valutazione e rinegoziazione dello swap: una sentenza convincente* "la c.d. commissione implicita, più correttamente definibile come margine lordo di intermediazione, non comporta, né al momento della conclusione di un contratto di *swap* né durante la vigenza di esso, un esborso a favore dell'istituto di credito da parte del cliente poiché consiste nella differenza tra il valore corrente (c.d. *fair value*) del contratto al momento della sua rilevazione e il *fair value* di analogo contratto stipulato, a condizioni praticate sul mercato, con soggetti terzi. Pertanto la domanda del cliente di condanna dell'intermediario al pagamento di importi che siano stati addebitati al primo, in relazione ad un contratto di *swap*, a titolo di c.d. commissioni implicite è diretta a riequilibrare il profilo economico di quella operazione e quindi postula la volontà di mantenere in essere il contratto, se questo sia ancora in vigore, o comunque di trarre vantaggio da esso, confermandone, quindi, l'adeguatezza. Tale domanda risulta quindi inconciliabile con la domanda di annullamento per errore o dolo del contratto nonché con quella di risoluzione per inadempimento e con quella di nullità che siano fondate sulla violazione degli obblighi comportamentali dell'intermediario". In senso conforme lo stesso Trib. Verona si è espresso con sentenza 5 novembre 2012, in *www.ilcaso.it* Il Trib. Verona, 10 dicembre 2012, in *www.ilcaso.it* ha anche osservato che, "nei contratti di *swap*, il margine lordo in favore della banca non è di per sé segno di una patologia dell'operazione, almeno che l'importo di esso risulti eccessivo e comporti uno sbilanciamento dell'operazione in danno del cliente". In senso contrario la già citata sentenza App. Milano, 18 settembre 2014, Trib. Pescara, 24 ottobre 2012, in *www.ilcaso.it*.

(23) Simile accostamento si trova anche nella citata sentenza n. 1937 App. Milano, 192, (nt. 5).

Nel caso dell'opzione il prezzo è dato dal premio, dalla descrizione dell'evento che determina i pagamenti e la loro quantificazione, nonché dagli altri elementi quali la durata.

La distinzione tra “prezzo” e “valore” emerge prepotente anche in termini di processi per determinarli.

Il *pricing* è il processo attraverso il quale vengono stabiliti i termini contrattuali, cioè il processo di definizione del tasso, dei parametri, delle durate e delle periodicità che servono alle parti per determinare le loro obbligazioni di pagamento. La *valuation*, invece, è il processo di determinazione del valore del contratto, del *mark-to-market*, cioè a dire il processo di valutazione di prestazioni e controprestazioni contrattualmente stabilite e definite. In particolare la *valuation* entra in gioco nel calcolo del valore dei flussi di cassa che un derivato è atteso generare una volta stabiliti i termini contrattuali (e tale valore è misurato con metodologie universalmente riconosciute che vanno dal c.d. *discounted cash flow* per i derivati più semplici alla *Montecarlo simulation* ⁽²⁴⁾ per i più complessi, passando per la *Black & Scholes* ⁽²⁵⁾ per le opzioni).

“Valore di mercato” e “prezzo” sono due concetti che non possono essere confusi: il primo non è un elemento del contratto, né serve a determinare l'alea del contratto, mentre il secondo è indispensabile elemento del contratto senza il quale non si riesce a determinare l'oggetto del contratto (e l'alea nel caso in cui sia il contratto aleatorio). L'alea non è affatto indeterminabile, avendo il cliente a disposizione tutti gli elementi del contratto; non si vede perché una banca debba comunicare il valore del contratto alla controparte professionale, la quale si dovrebbe, invece, fare la propria opinione utilizzando le metodologie disponibili per valutarlo. Non si vede perché sia un contraente a dover dare all'altro il suo parere — perché è di questo che si sta parlando — sul valore del contratto. L'onere di farsi la propria opinione sul valore del contratto spetta tutt'al più al diligente contraente professionale, il quale non dovrebbe basarsi sull'opinione della sua controparte. Spetta al cliente decidere se pagare in un negozio di alta moda il prezzo di 2.000 euro per una borsa di plastica “firmata” da uno stilista, il cui valore intrinseco è probabilmente di 50 euro, e la compravendita di un'automobile usata non sarà nulla solo perché l'acquirente scopre dopo l'acquisto che il concessionario la ha pagata un terzo di quanto ha pagato il compratore.

Ultimo argomento da evidenziare in merito al *mark-to-market* è il fatto che esso rappresenta anche il costo di sostituzione previsto dall'art. 203, secondo comma, t.u.f., e come tale appare evidente che non possa essere un elemento costitutivo del contratto derivato.

In definitiva, raccogliendo le vele sul *mark-to-market*, si può affermare che la giurisprudenza che ritiene il *mark-to-market* elemento del contratto (e la cui assenza comporta la nullità del contratto stesso) è da considerarsi isolata e minoritaria e non appare condivisibile ⁽²⁶⁾.

Se da un lato appare chiaro che il *mark-to-market* non è un elemento contrattuale, vi è da domandarsi se la mancata comunicazione dello stesso al cliente della banca possa causare l'annullamento del contratto derivato. Il Tribunale di Milano ha recentemente affermato che si deve escludere che l'omessa informativa sul *mark-to-market* comporti un errore sull'oggetto del

⁽²⁴⁾ Il metodo Monte Carlo fa parte della famiglia dei metodi statistici non parametrici. È utile per superare i problemi computazionali legati ai test esatti (ad esempio i metodi basati sulla distribuzione binomiale e calcolo combinatorio, che per grandi campioni generano un numero di permutazioni eccessivo). Il metodo è usato per trarre stime attraverso simulazioni. Si basa su un algoritmo che genera una serie di numeri tra loro incorrelati, che seguono la distribuzione di probabilità che si suppone abbia il fenomeno da indagare.

⁽²⁵⁾ La formula di Black e Scholes è l'espressione per il prezzo di non arbitraggio di un'opzione *call* (*put*) di tipo europeo, ottenuta sulla base del modello dei matematici Black, Merton e Scholes, inizialmente formulata da Black e Scholes nel 1973 (*The Pricing of Options and Corporate Liabilities*, in *Journal of Political Economy*, n. 81, 637 ss.). V. anche HULL, *Options, Futures and Other Derivative Securities*, 1997, Prentice Hall International; trad. it. a cura di Barone, Milano, Il Sole 24 Ore Libri.

⁽²⁶⁾ Trib. Torino, 17 gennaio 2014, in *Contr.*, 2014, 1012, con nota di INDOLFI; App. Milano, 18 settembre 2013, in *Società*, 2013, 11, 1253; Trib. Milano, 16 giugno 2015, (nt. 3); App. Milano, 11 novembre 2015, (nt. 3); Trib. Orvieto, 12 aprile 2012, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2012, II, 700, con nota di MINNECI; Lodo arbitrale 4 luglio 2013, (nt. 3).

contratto⁽²⁷⁾, ed è noto principio che l'errore sulla valutazione economica della cosa oggetto del contratto non rientra nella nozione di errore di fatto idoneo a giustificare una pronuncia di annullamento del contratto in quanto non incide sull'identità o qualità della cosa, ma attiene alla sfera dei motivi in base ai quali la parte si è determinata a concludere, per effetto delle proprie personali valutazioni sull'utilità economica dell'affare⁽²⁸⁾. In tema di annullamento per dolo è stato osservato che l'investitore il quale, in presenza di un contratto *swap*, denunci l'esistenza di commissioni occulte deducendo l'annullamento del contratto per vizio del consenso consistente in dolo ha l'onere di fornire la prova degli elementi necessari per dimostrare l'esistenza del lamentato vizio della volontà. Qualora la doglianza sia configurabile come dolo omissivo per aver l'intermediario taciuto l'esistenza di tali commissioni, l'investitore ha l'onere di dimostrare che, con riferimento allo specifico contesto, il silenzio dell'intermediario ha assunto rilevanza in ordine alla determinazione volitiva⁽²⁹⁾.

In sede arbitrale, dopo aver constatato che "il *mark-to-market* non è un elemento del contratto di *interest rate swap*, ma soltanto la stima del suo valore e non fa parte dell'alea del contratto" è stato affermato che "non esiste un obbligo di comunicare il valore *mark-to-market* di un contratto derivato tra banca ed operatore qualificato e la mancata comunicazione del valore *mark-to-market*, delle commissioni e profitti dell'intermediario non solo non incide sulla validità del contratto, ma non concreta nemmeno la violazione dell'art. 21, T.u.f."⁽³⁰⁾.

Corollario finale relativo al *mark-to-market* è l'inconsistenza di quella teoria che afferma la necessità in capo alla banca di fornire al cliente, al momento della conclusione del contratto derivato, gli scenari probabilistici. Se tali informazioni, del tutto soggettive e che variano da operatore ad operatore, possono essere commercialmente utili, non sono affatto necessarie dal punto di vista giuridico, non esistendo alcun obbligo in tal senso (salvo quanto previsto dal regime Mifid).

Più in generale, si vuole evidenziare l'inesistenza di un obbligo di informazione del valore *mark-to-market* del contratto, esistendo tutt'al più una raccomandazione di comunicare il valore del contratto "illiquido", introdotta nel 2009 dalla Consob⁽³¹⁾, escludendo ogni effetto retroattivo (essendo stata introdotta solo a tutela della clientela al dettaglio, e pertanto non applicabile agli operatori professionali ed al di fuori del regime speciale previsto dal t.u.f.).

Né si può argomentare che gli art. 21, t.u.f. e 26 del regolamento intermediari impongano un simile obbligo, essendo essi stessi norme generali e generiche che non impongono specifici obblighi informativi. Esse presuppongono, al contrario, che fonti secondarie specificino i comportamenti che le parti devono tenere, e tra questi obblighi non si trova quello di comunicare il risultato prospettico del contratto. In assenza dell'obbligo di comunicazione del *mark-to-market* e degli scenari probabilistici, appare infondato sostenere la violazione dell'art. 21 t.u.f. in quanto si devono, in concreto, indicare quali obblighi di correttezza e trasparenza sono stati violati, senza limitarsi a generiche petizioni di principio⁽³²⁾.

In sintesi, non esiste alcuna norma specifica che impone un obbligo di informare la controparte del valore del contratto. Non può utilizzarsi in senso contrario la raccomandazione Consob sopra citata in quanto (i) non impone un obbligo — è soltanto una raccomandazione —, (ii) si applica esclusivamente ai clienti al dettaglio e, quindi, (iii) *a contrariis* non è comunque applicabile agli operatori professionali, i quali si presuppone siano in grado di fare tali valutazioni — contrasterebbe infatti con il regime normativo previsto per questi operatori — e comunque non si applica al di fuori del regime speciale del t.u.f.

(27) Trib. Milano, 22 dicembre 2015, in www.dirittobancario.it.

(28) Cass. 3 settembre 2015, n. 20148, in www.plurisonline.it.

(29) Tri. Verona, 10 dicembre 2012, (nt. 9).

(30) Coll. arbitr. 10 febbraio 2015, (nt. 19).

(31) Comunicazione Consob 9019104 del 2 marzo 2009.

(32) Coll. arbitr., 10 febbraio 2015, (nt. 19); App. Milano, 3 giugno 2014, n. 1937, 127, (nt. 5) in relazione al procedimento penale per i contratti derivati sottoscritti dal Comune di Milano con quattro banche.

Non si può infine nemmeno trarre dalle generalissime norme civilistiche della buona fede oggettiva o dai valori costituzionali di solidarietà e tutela del risparmio la fonte di un obbligo di informazione così specifico e dettagliato come quello di comunicare il *mark-to-market* per tutelare una controparte professionale, per la quale il legislatore non ha previsto alcuna tutela di questo tipo, e che ha tenuto ben distinta dalla figura del risparmiatore.

3. Il “par swap” non esiste. I costi impliciti. — La sentenza che si commenta utilizza a sostegno della tesi che il *mark-to-market* è elemento essenziale del contratto il dato letterale offerto dall'allegato 3 del Regolamento Consob n. 11522/98 secondo cui “alla stipula del contratto il valore di uno *swap* è sempre nullo”.

Anche questo argomento non appare condivisibile.

Nel mercato finanziario i contratti derivati presentano tendenzialmente una ragionevole equivalenza economica tra i valori attuali delle prestazioni di pagamento delle parti. Dal punto di vista economico si insegna, ad esempio, che i flussi di cassa attualizzati dei pagamenti previsti in uno *swap* di interessi in capo ad ogni contraente debbano equivalersi. Questa affermazione necessita peraltro di alcune importanti qualificazioni. In particolare, ogni controparte presenta un profilo di rischio di credito diverso e, pertanto, questa differenza si estrinseca in un maggiore o minore tasso di interesse che viene applicato nel determinare le prestazioni delle parti. Lo stesso identico *swap* concluso da una banca con Tizio con qualità creditizia ottima e con Caio dotato di scarsa qualità creditizia non potrà intuitivamente avere uguali flussi di cassa, comportando il diverso margine per il rischio di credito valori diversi.

Parimenti, due banche diverse quoteranno a Sempronio per lo stesso identico contratto condizioni diverse in quanto la percezione dello stesso rischio creditizio di norma non coincide, overrossia il premio per il rischio di credito è del tutto discrezionale e dipende da numerosi fattori, alcuni dei quali legati alla posizione della banca che assume il rischio.

Le metodologie di *pricing* dei contratti derivati⁽³³⁾ utilizzate universalmente dagli operatori finanziari si basano su un concetto teorico di prezzo a *mid-market*, cioè il prezzo medio tra la domanda e l'offerta di mercato di un determinato contratto. Questo prezzo rappresenta il dato oggettivo di partenza per quotare ogni specifico contratto derivato. L'oggettività nasce dal fatto che vengono utilizzati, ad esempio, i tassi di interesse pubblicati e diffusi sul mercato. Si tratta della media di prezzi di mercato, ma non è — di conseguenza — un prezzo di mercato.

A tale prezzo, in realtà, non viene concluso nessun contratto ma è soltanto, come detto, il punto di partenza per calcolare il prezzo del caso specifico.

Questo prezzo (*mid-market*) non tiene conto dei costi che l'operatore finanziario sostiene per originare, eseguire, monitorare il contratto derivato, né considera il premio per il rischio sulla controparte — il cui valore varia ovviamente in funzione del profilo creditizio — né un compenso per i rischi di mercato ed i rischi operativi. Se questi costi non fossero inseriti nella formulazione del prezzo dei derivati non esisterebbero i *dealer* ed i *market maker* che consentono di fare incrociare la domanda e l'offerta. In altre parole, il mercato non funzionerebbe.

Il valore attuale dei flussi di cassa di uno specifico contratto, pertanto, non è mai pari a zero, ma ha un valore positivo per il *dealer*.

L'entità di tale valore dipende da numerosi fattori, i principali dei quali sono:

- il costo di copertura (*hedging*), che introduce il differenziale tra domanda e offerta del mercato interbancario,
- il premio per il rischio di credito,
- il premio per il rischio operativo,

(33) DOUGLAS, *Yield curve analysis, The fundamentals of risk and return*, New York Institute of Finance, New York, 1988; STIGUM, *The money market*, Homewood, Illinois, 1983; NELKEN, *The handbook of exotic options*, Irwin, Chicago, 1996; ANTL, *Management of interest rate risk*, Londra, Euromoney Institutional Investor/Pec, 1988; HULL, *Introduzione ai mercati dei futures e delle opzioni*, Milano, Il Sole 24 Ore, 1995; FITZGERALD, *Financial options*, Londra, Euromoney Publications Limited, 1987.

— il premio per l'eventuale illiquidità del contratto,
— i costi amministrativi ed operativi,
— i costi legati all'innovazione e complessità del contratto (indicato anche come premio per il rischio di modello),

— il premio per il rischio di *funding* e di tasso nel caso l'intermediario debba gestire — come prassi in uso nei mercati finanziari internazionali — il collaterale in denaro con la controparte del contratto di copertura,

— il margine di profitto che consenta di remunerare il capitale investito.

Si usa distinguere il processo del *pricing* in senso stretto dal processo di valutazione — *valuation* —: il primo mira a determinare in maniera oggettiva il prezzo teorico di partenza, mentre il secondo consente di determinare il prezzo effettivo a cui viene negoziato il contratto derivato ⁽³⁴⁾ ⁽³⁵⁾.

Nel determinare il valore di uno *swap* al risultato della formula sopra citata vanno applicate le considerazioni indicate in precedenza e, in particolare, il premio teorico viene modificato per tenere conto dei fattori quali il rischio di credito, il rischio operativo, il premio per l'illiquidità, i costi operativi e amministrativi, i costi legati all'innovazione e complessità del contratto, il margine di profitto che consenta di remunerare il capitale investito.

Ben si comprende che ai risultati delle formule matematiche universalmente riconosciute vanno applicati quei fattori correttivi sopra descritti che sono diversi per ogni controparte e per ogni contratto e la cui quantificazione è in buona parte determinata da valutazioni soggettive, quali possano essere la percezione del rischio di credito o i costi che ogni intermediario qualificato sostiene. Ognuno di questi fattori, sebbene espressione di valutazioni soggettive, è misurabile e quantificabile.

Invocare l'invalidità del contratto sulla base del fatto che il valore dello *swap* è positivo per l'intermediario finanziario e differisce dal suo valore teorico significa non comprendere non solo le elementari regole di mercato, ma anche la struttura giuridica del contratto in esame.

La giurisprudenza maggioritaria si è espressa nel senso sopra indicato sostenendo che la commissione implicita, più correttamente identificata come margine di intermediazione lordo, rappresenta la differenza tra il valore corrente del contratto, c.d. *fair value*, ed il valore teorico al momento della conclusione del contratto ⁽³⁶⁾.

FRANCESCO CAPUTO NASSETTI

⁽³⁴⁾ Per una analisi della metodologia di *pricing* di un contratto di *swap* sui tassi di interesse v. MENGLÉ, *The value of a new swap*, ISDA Research Notes, Issue 3, 2010, in www.isda.org/researchnotes/isdaresearch.html.

⁽³⁵⁾ Nella giurisprudenza anglosassone esiste anche un precedente che afferma che “*the small initial divergence from par is the dealer's profit on making the market*” (Bank One Corporation v. Commissioner of Internal revenue, 120 T.C. n. 11, 2 maggio 2003, 61).

⁽³⁶⁾ Tribunale di Verona 25 marzo 2013, in questa *Rivista*, 2014, 719 con nota di CAPUTO NASSETTI, (nt. 155); Trib. Torino, 30 luglio 2015, (nt. 16); Trib. Verona, 5 novembre 2012, (nt. 22); Trib. Milano 19 aprile 2011, (nt. 12); Coll. arbitr., 10 febbraio 2015, (nt. 19). In senso contrario Trib. Milano 14 aprile 2011, in www.ilcaso.it.