

www.expartecreditoris.it

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

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

SENTENZA

nella causa iscritta al n. xxx/2019 R.G. promossa da:

SOCIETA' CLIENTE

- attrice

contro

BANCA

- convenuta

Conclusioni: per l'attrice: "previa ammissione dei capitoli di prova da n. 1 a n. 4 dedotti da **SOCIETA' CLIENTE** nella memoria ex art. 183 n. 2 cpc e previa eventuale rinnovazione – integrazione della CTU nella parte dedicata alla determinazione dell'*expected shortfall* (mediante nomina di un ausiliario da parte del perito del Tribunale), accertata la responsabilità contrattuale da parte della convenuta per non avere adeguatamente informato l'attrice in ordine a quale era lo strumento finanziario adeguato a fornire la copertura al mutuo, o in subordine accertata la responsabilità contrattuale della convenuta in quanto il contratto di interest rate swap ha causato ingiustificati esborsi alla **SOCIETA' CLIENTE**, condannare la **BANCA**, in persona del suo legale rappresentante pro tempore, a risarcire alla esponente, per le ragioni descritte in narrativa, la somma di € 550.366,62 oltre interessi e rivalutazione, o la somma da determinarsi in sentenza. Con vittoria delle spese di lite".

In via istruttoria: oltre alla rinnovazione – integrazione di CTU come sopra richiesta, chiediamo ammettersi i seguenti capitoli di prova per testi: 1) vero che sia il sig. **OMISSIS**, sia il sig. **OMISSIS**, da almeno quindici anni e sino al 2011, intrattenevano rapporti bancari solo con la **BANCA** (oggi **OMISSIS Spa**) filiale di **OMISSIS** e con la **OMISSIS** filiale di **OMISSIS**, piazza **OMISSIS**; 2) vero che presso detti istituti di credito i sig.ri **OMISSIS** e **OMISSIS** erano titolari unicamente di conti correnti e non avevano mai effettuato investimenti; 3) vero che il sig. **OMISSIS**, prima di costituire la **SOCIETA' CLIENTE**, si occupava di allevamento di bovini; 4) vero che il sig. **OMISSIS**, prima di costituire la **SOCIETA' CLIENTE**, svolgeva l'attività di agricoltore. Si indicano a testi: dott. **OMISSIS**; **OMISSIS**; **OMISSIS** c/o **OMISSIS Spa**; **OMISSIS** c/o **OMISSIS Spa**".

Per la convenuta: "in via preliminare accertarsi e dichiararsi l'intervenuta prescrizione delle domande relative alla responsabilità precontrattuale formulate dalla società attrice **SOCIETA' CLIENTE**; nel merito respingersi tutte le domande proposte dalla società attrice **SOCIETA' CLIENTE** nei confronti di **BANCA**, perché infondate in fatto e in diritto, nell'an come nel quantum. In ogni caso, con il favore delle spese e degli onorari di causa, oltre IVA, CPA e accessori come per legge".

FATTO E SVOLGIMENTO DEL PROCESSO

Con contratto in data 15/3/2011 a rogito notaio Oneto di Alessandria, n. **OMISSIS**, repertorio n. **OMISSIS**, n. **OMISSIS** di raccolta, la **BANCA INCORPORATA** (gruppo **BANCA**) ha concesso a **SOCIETA' CLIENTE** un finanziamento ipotecario di € 3.600.000,00, di durata decennale, per far fronte alle esigenze finanziarie dell'attrice connesse alla realizzazione di un impianto di produzione di energia a biomasse vegetali in via di realizzazione a **OMISSIS**, somma da erogarsi per € 1.440.000,00 immediatamente alla stipula e per la differenza a stato avanzamento lavori (una seconda tranche da € 1.440.000 e un'ultima tranche da € 720.000,00), come da art. 1 del contratto. Il tasso di interessi, ai sensi dell'art. 2 del contratto, è stato indicizzato all'Euribor 3 mesi, aumentato di 2,8 p.p. (con arrotondamento allo 0,05 superiore).

Contestualmente alla stipula del finanziamento, **SOCIETA' CLIENTE** ha concluso con la **BANCA** un contratto di IRS n. XXXXXX, del tipo "Tasso certo", con decorrenza dal giorno 31.3.2011, con una durata prevista di 8 anni e 3 mesi (dal 31.3.2011 al 28.6.2019), un nozionale iniziale di € 1.440.000,

Rivista di informazione giuridica, registrata al Tribunale di Napoli al numero 12 del 05/03/2012

Registro affari amministrativi numero 8231/11

Direttore Responsabile Avv. Antonio De Simone – Direttore Scientifico Avv. Walter Giacomo Caturano

Copyright © 2012 - Ex Parte Creditoris - ISSN 2385-1376

destinato ad aumentare fino a € 3.600.000 in correlazione alle erogazioni del finanziamento, e a decrescere progressivamente, con modalità di tipo amortizing, secondo le scadenze e sulla base del piano di ammortamento indicato nel contratto.

Con atto notaio **OMISSIS** in data 16/5/2012 n. **OMISSIS** di repertorio n. **OMISSIS** di raccolta, **BANCA INCORPORATA** e **SOCIETA' CLIENTE** convenivano una modifica del contratto di finanziamento, pattuendo che la somma di € 720.000,00 venisse erogata entro il 31/5/2012 al verificarsi delle condizioni indicate nel contratto di finanziamento. Con successivo atto del 3/9/2013, **SOCIETA' CLIENTE** cedeva pro solvendo a **BANCA INCORPORATA** Spa i crediti presenti e futuri nei confronti di **OMISSIS Spa**, rivenienti da una convenzione avente a oggetto la compravendita dell'energia prodotta dall'impianto.

Il finanziamento è stato estinto anticipatamente in data 19/12/2016, con consenso della Banca alla cancellazione dell'ipoteca e alla retrocessione dei crediti verso **OMISSIS** oggetto di cessione. La provvista per la chiusura dell'operazione è stata fornita da **Cassa di OMISSIS** che s'è resa contestualmente cessionaria dei crediti verso il **OMISSIS** e, come risulta dal bilancio d'esercizio di **SOCIETA' CLIENTE**, ha coperto il finanziamento concesso con un nuovo IRS.

Pochi giorni dopo l'estinzione del finanziamento **BANCA INCORPORATA**, in data 23.12.2016, **SOCIETA' CLIENTE** ha accettato la proposta di estinzione anticipata totale del contratto IRS "Tasso Certo" aperto con **BANCA** il 15.3.2011.

L'attrice, sulla base di un'analisi econometrica, ha agito in giudizio nei confronti di **BANCA** deducendo, con riguardo all'IRS Tasso Certo, che "anche in presenza di un indebitamento parzialmente correlato, lo Swap non può essere classificato come un'efficiente operazione di *risk management* volta a gestire variazioni avverse del tasso di interesse a cui è indicizzato il contratto di finanziamento stato avanzamento lavori", poiché la soluzione più efficiente ed economica sarebbe stata la stipulazione di un'opzione cap sui tassi d'interessi, con un prezzo d'esercizio (c.d. strike) pari a quello del derivato insito nella pattuizione e un costo pari a 1/13 di quello effettivamente sostenuto.

Inoltre, l'attrice deduce che il costo dell'operazione alla stipula è stato ricostruito in € 44.942,00 "(in linea con quanto dichiarato), che implica che affinché il derivato potesse essere considerato economicamente indifferente sia alla banca che al cliente, ovvero affinché il valore delle reciproche obbligazioni fosse il medesimo, la banca avrebbe dovuto versare al cliente alla data della stipula un upfront di pari importo. Tale importo, seppur dichiarato nell'allegato al contratto di stipula del derivato, non è stato corrisposto al cliente, pertanto il derivato già alla stipula presentava un valore negativo per la controparte cliente".

Terzo, "l'alea del contratto era tale da avvantaggiare sin dalla stipula, la controparte banca maggiori probabilità di ottenere guadagni più consistenti di quelli ottenibili dalla controparte cliente. L'alea del contratto ricadeva quindi in un'ottica ex ante interamente in capo al cliente. Si potrà quindi far rilevare, la violazione da parte della banca delle norme di comportamento e degli obblighi informativi, chiedendo il risarcimento del danno patito dal cliente", pari a € 130.900,00 per la chiusura anticipata ed € 419.466,62 per differenziali pagati durante l'esecuzione del contratto.

Su queste premesse, l'attrice ha chiesto l'accertamento della responsabilità precontrattuale di **BANCA** per violazione degli obblighi informativi e chiesto la condanna della medesima al risarcimento dei danni per aver consigliato/proposto a **SOCIETA' CLIENTE** un contratto di swap in luogo di un cap, con violazione dell'art. 1337 c.c., dell'art. 21 TUF e degli artt. 31 e 32 del Reg. CONSOB n. 16190/2007 e in subordine a titolo di responsabilità contrattuale.

S'è costituita tempestivamente in giudizio **BANCA**, eccependo la prescrizione della responsabilità precontrattuale e chiedendo il rigetto della domanda. In particolare, essa ha ricostruito in punto di fatto gli incontri avvenuti tra le parti tra il febbraio e il marzo del 2011, anteriormente al perfezionamento del contratto di finanziamento a SAL con **BANCA INCORPORATA**, ha indicato le ragioni della copertura nell'esigenza, manifestata da **SOCIETA' CLIENTE** in quegli incontri, di avere un costo "finito" del finanziamento non superiore al 6% in funzione del business plan relativo all'impianto biomasse, di cui doveva finanziarsi la costruzione, ha dedotto di aver proposto a **SOCIETA' CLIENTE** un ventaglio di

soluzioni differenti, compreso un cap sul tasso d'interesse. Ha pertanto concluso di aver correttamente adempiuto ai propri obblighi informativi e di andare in ogni caso esente da responsabilità.

Dopo lo scambio delle memorie ex art. 183 c.p.c. la causa è stata istruita mediante escussione di due testi all'udienza dell'8.1.2020 e svolgimento di una C.T.U. econometrica sul derivato, come da quesito contenuto nell'ordinanza in data 25.7.2020, che qui si trascrive:

1. Trasparenza dei costi. Dica il C.T.U. se il contratto rispetti la raccomandazione Consob 2.3.2009 n. 9019104 in tema di trasparenza dei costi, in particolare "scomponendo le diverse componenti che concorrono al complessivo esborso finanziario sostenuto dal cliente per l'assunzione della posizione nel prodotto, distinguendo fair value (con separata indicazione per l'eventuale componente derivativa) e costi anche a manifestazione differita che gravano, implicitamente o esplicitamente, sul cliente" e dando indicazione del "valore di smobilizzo dell'investimento nell'istante immediatamente successivo alla transazione, ipotizzando una situazione di invarianza delle condizioni di mercato".

In particolare dica il C.T.U.:

- se il fair value (§ 2), i costi contrattuali e il valore di smobilizzo dell'investimento "nell'istante immediatamente successivo" siano stati correttamente rappresentati al cliente nel contratto o nella documentazione precontrattuale in atti;
- nei limiti delle deduzioni dell'attore, se esistano e in quale misura costi non dichiarati;
- se l'intermediario abbia fornito al cliente analisi di scenario di rendimento del derivato simulate (vedi racc. 2.3.2009 § 1.5.);
- nel caso in cui l'intermediario abbia rappresentato percentualmente una "perdita potenziale" (expected shortfall), se tale rappresentazione sia coerente con i dati disponibili alla data del contratto.

2. Modalità di pricing. Dica il C.T.U. quali siano i metodi comunemente accettati per il calcolo del fair value di un derivato c.d. OTC della tipologia di quello all'odierno esame e se essi restituiscano risultati omogenei o differenti (e in tal caso in quale misura).

Nel caso in cui i modelli matematici di comune utilizzo restituiscano risultati differenti, dica il C.T.U. se il contratto o comunque la documentazione precontrattuale in atti faccia rinvio a uno specifico modello ed esprima il suo motivato parere se il cliente abbia ricevuto elementi sufficienti a verificare (anche rivolgendosi a professionista di settore) la correttezza del dato fornitogli.

Tenuto conto degli elementi riconosciuti rilevanti ai fini della determinazione del fair value, in particolare della curva dei tassi forward, disponibile all'epoca della negoziazione, dica il C.T.U. quale sia il più probabile fair value del derivato e se l'intermediario lo abbia correttamente rappresentato al cliente.

3. Adeguatezza. Dica il C.T.U. se il derivato abbia funzione di copertura secondo i criteri posti dalle raccomandazioni CONSOB in materia.

Nella risposta al quesito consideri se:

- l'operazione abbia per scopo di ridurre la rischiosità di altre posizioni possedute dallo stesso cliente;
- esista correlazione tra le caratteristiche tecnico-finanziarie intercorrenti tra lo strumento di copertura del rischio ed il rischio stesso oggetto della copertura, in particolare se il nozionale dello swap sia correlato all'ammontare del debito e se vi sia correlazione tra il tasso variabile pagato dal cliente e quello ricevuto sullo swap;
- l'IRS sia idoneo (in ottica ex ante) a coprire il rischio in modo efficiente, avuto riguardo all'eventuale disponibilità di strumenti di copertura alternativa (se e come risultanti dagli atti) e ai rischi e costi di questi ultimi.

4. Flussi di pagamento. Il C.T.U. indichi, per ciascuna scadenza, l'ammontare (o la somma algebrica) dei singoli pagamenti previsti nel contratto e il relativo saldo dare-avere".

Dopo il deposito della C.T.U., la causa è stata rimessa per p.c. senza ulteriori attività.

MOTIVI DELLA DECISIONE

L'attrice ha dedotto in comparsa conclusionale la nullità del contratto per mancanza degli elementi che la nota Cass. sez. un. 8770/2020 ha indicato come requisiti che un IRS deve presentare, a pena di nullità, consistenti nell'indicazione del MTM e della relativa formula o metodo di calcolo e degli scenari probabilistici.

La deduzione è nuova, ma non inammissibile, poiché l'attrice ha agito chiedendo, sia pure a titolo risarcitorio, la restituzione dei differenziali pagati in corso di esecuzione del contratto IRS e in sede di estinzione anticipata e tale domanda trova indifferentemente la propria causa sia nella dedotta responsabilità di **BANCA**, per violazione degli obblighi dell'intermediario, sia nell'assenza di una causa acquirendi per nullità del titolo. Cfr. oltre all'ormai celebre Cass. sez. un. 12.12.2014 n. 26242, anche la successiva Cass. 15.1.2018 n. 715, secondo cui non viola il principio di corrispondenza fra chiesto e pronunciato il giudice che accolga le richieste restitutorie in conseguenza del rilievo di ufficio della nullità del contratto, anche laddove fosse stata inizialmente proposta domanda di risoluzione per inadempimento, dovendosi escludere che la correlazione operata dalla parte tra la suddetta domanda di ripetizione ed una specifica e differente causa di caducazione del contratto impedisca la condanna alla ripetizione dell'indebito.

La domanda proposta è infondata, poiché – si anticipano qui i passaggi della motivazione –: 1) il contratto soddisfa la finalità di copertura contro il rischio di rialzo del tasso d'interesse, relativo al contratto di finanziamento contestualmente concluso con Mediocredito Italiano, parametrato all'Euribor 3 mesi + 2,80 p.p. e offre un tasso "finito" o "sintetico", risultante dallo spread e dal tasso fisso previsto dallo swap, non superiore al 6%, secondo l'esigenza rappresentata da **SOCIETA' CLIENTE** a **BANCA** durante la negoziazione dello swap; 2) esiste elevata correlazione tra le caratteristiche del finanziamento e quelle dell'IRS; 3) non può affermarsi che il contratto abbia generato un'alea "unilaterale", poiché la curva dei tassi forward disponibile al momento della negoziazione dello swap indicava una proiezione del tasso Euribor 3mesi fino al 4% circa (4,03%), con una conseguente area di payoff positiva per il cliente, per valori superiori al 3,15%; 4) il contratto indica correttamente il mark to market negativo, ricavato dall'attualizzazione dei flussi finanziari ai tassi impliciti nella curva dei tassi forward; 5) tale indicazione soddisfa l'obbligo di trasparenza a cui l'intermediario è tenuto, secondo la stessa Sez. un. 8770/2020, in ragione del fatto che lo swap par non esiste, se non in linea teorica, poiché il caricamento della remunerazione e dei costi dell'intermediario sposta il valore del derivato in territorio negativo; 6) il derivato in questione, nonostante la contraria opinione espressa da Cass. sez. un. 8770/2020, non deve indicare il modello matematico o la formula di pricing, perché esiste un unico metodo generalmente accettato di calcolo del MTM nei contratti derivati (plain vanilla) che prevedono il puro e semplice scambio di flussi finanziari; 7) l'intermediario ha fornito nella scheda prodotto un'attendibile stima del valore delle perdite cumulate che il derivato avrebbe potuto produrre (expected shortfall) e ciò soddisfa l'obbligo dell'intermediario di fornire al cliente informazioni sulla misura qualitativa e quantitativa dell'alea; 8) la dedotta opzione cap sul tasso d'interesse al 4,55% è incoerente con l'esigenza rappresentata dall'attrice, di pagare interessi sul finanziamento non superiori al 6%, e anzi ironicamente non è nemmeno in grado di offrire una copertura efficace, con valutazione ex ante, visto che negli anni 2011-2019 l'Euribor era visto a un livello non superiore al 4%.

1. Funzionamento dello swap. La struttura contrattuale dello swap prevede l'impegno delle parti a scambiare, per tutta la durata del contratto, pagamenti di somme di denaro, calcolate applicando due diversi parametri (tassi di interesse o di cambio) al medesimo capitale di riferimento (nozionale), che non viene scambiato tra le parti ed è utilizzato per il solo calcolo dei pagamenti (Cass. 6.4.2001 n. 5114). Non è strettamente necessario, ma è normale che i pagamenti reciproci abbiano uguale scadenza: in tal caso, il contratto quadro prevede (cfr. doc. 9 conv., sez. B, art. 25, punto 1.2) la liquidazione della sola differenza tra i due importi a debito e a credito (*netting*).

Poiché almeno uno dei due parametri è variabile, l'impegno a scambiare i pagamenti espone inevitabilmente le parti, per tutta la durata del contratto, al rischio (alea) di variazione di uno o entrambi i parametri rispetto alla parità teorica esistente all'accensione dello *swap*. Ad es., dato un IRS del tipo

più semplice, la parte che riceve il tasso variabile e dà il tasso fisso cede alla sua controparte il rischio di rialzo del tasso e trattiene (o meglio assume) il rischio di ribasso.

Le modalità di funzionamento del contratto non variano, secondo la finalità di gestione del rischio, e sono quindi compatibili sia con un'esposizione speculativa a un rischio nuovo (trading), sia con la copertura (hedging) di un rischio esistente su altre posizioni – copertura che in genere si ottiene “cedendo” il rischio alla controparte. Ad es., la parte che riceve il tasso variabile e dà il tasso fisso può usare lo swap per coprire un'esposizione debitoria a tasso variabile di grandezza equivalente al nozionale, stabilizzando le uscite nel tempo – la somma algebrica dei due flussi di cassa non varia nonostante le variazioni di tasso – o per speculare sull'aumento del tasso variabile rispetto al fisso, se tale esposizione non esiste o non è di entità almeno equivalente.

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

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

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

Prima ancora di essere un contratto tra intermediario e cliente, lo swap è, dunque, oggetto e risultato di una prestazione resa dall'intermediario, che deve rispondere agli standard previsti dal TUF e dalla normativa secondaria (all'epoca il Reg. Intermediari n. 16190/07). In particolare, l'art. 21 (lett. a) TUF prevede che l'intermediario si comporti secondo diligenza, correttezza e trasparenza nella prestazione del servizio e l'art. 40 Reg. prevede che “sulla base delle informazioni ricevute dal cliente, e tenuto conto della natura e delle caratteristiche del servizio fornito, gli intermediari valutano che la specifica operazione consigliata o realizzata nel quadro della prestazione del servizio di gestione di portafogli soddisfi i seguenti criteri: a) corrisponda agli obiettivi di investimento del cliente; b) sia di natura tale che il cliente sia finanziariamente in grado di sopportare qualsiasi rischio connesso all'investimento compatibilmente con i suoi obiettivi di investimento; c) sia di natura tale per cui il cliente possieda la necessaria esperienza e conoscenza per comprendere i rischi inerenti all'operazione o alla gestione del suo portafoglio”.

L'anfibolia del derivato, da un lato contratto tra intermediario e cliente, dall'altro oggetto e risultato di una prestazione, si traduce in diverse possibili qualificazioni dello swap che non offra una gestione razionale del rischio, non sia coerente con gli obiettivi indicati o esponga inutilmente il cliente a nuovi rischi, che ripropongono la questione del regolamento di confini tra norme (imperative) di validità e norme di comportamento, le prime idonee a dare luogo a nullità del contratto per violazione dell'art. 1418 co. 1 c.c., le seconde a rimedi civilistici differenti, anzitutto di tipo risarcitorio (cfr. l'autorevole precedente di Cass. sez. un. 19.12.2007 n. 26724 e 26725).

Benché esista un'evidente propensione dell'attuale giurisprudenza di legittimità (Cass. 31.7.2017 n. 11903; Cass. sez. un. 12.5.2020 n. 8770) verso l'invalidazione del contratto, per ritenuta carenza di un requisito strutturale ex art. 1325 c.c. (mancanza o non meritevolezza della causa), questa ricostruzione non è affatto indispensabile, poiché l'inesatto adempimento degli obblighi di prestazione ex art. 21 TUF e 40 lett. a) Reg. 16190/07 dà egualmente titolo al cliente a rifiutare lo strumento proposto o consigliato dall'intermediario in violazione dell'incarico e a rifiutarne le conseguenze giuridiche (arg. ex art. 1711 c.c. pur riferito al mandato) e quindi ad agire per l'accertamento dell'inefficacia del contratto e la restituzione dei differenziali netti, oltre all'eventuale risarcimento del danno.

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

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

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

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

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

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

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

- il capitale di riferimento;
- il piano di rimborso (o ammortamento) del capitale, se vi sia;
- la data di regolamento dei flussi finanziari;
- la scadenza dell’esposizione.

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

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

Nella specie, la finalità di copertura risulta dichiarata nello stesso IRS ed evidente dal raffronto tra le condizioni di contratto del derivato e del finanziamento. Si legge nella Proposta di contratto (doc. 15.2 conv.) che l’operazione serve a “coprire il rischio legato ai tassi di interesse relativo alla specifica posizione debitoria a tasso variabile avente le caratteristiche di seguito indicate [...] finanziamento MCI OMISSIS erogato in data odierna”.

Inoltre, come risulta dalla C.T.U. (pag. 38 ss.):

- il tasso variabile che la cliente s'è impegnata a pagare a **BANCA INCORPORATA** (Euribor 3 mesi) è lo stesso che essa ha diritto a pretendere da **BANCA**, di modo che il tasso "sintetico", risultante dallo spread relativo al finanziamento (2,80 p.p.) e dal tasso fisso che la cliente deve pagare a **BANCA** in base all'IRS (3,15 p.p.) è pari al 5,95% e risulta fissato alla stipula in modo invariante per tutta la durata del contratto;
- il capitale di riferimento iniziale (di € 1.440.000) e gli incrementi previsti (fino a € 3.600.000) corrispondono al capitale iniziale del finanziamento e alle previste erogazioni secondo lo stato avanzamento lavori, fino all'ultimazione dell'impianto biomasse di **SOCIETA' CLIENTE**;
- la durata dell'IRS (8 anni e 3 mesi) è compresa nella maggior durata (10 anni) del finanziamento;
- il piano di ammortamento del finanziamento e dell'IRS sostanzialmente coincidono, con le precisazioni che seguono.

Come ha rilevato il C.T.U. (pag. 40), esiste uno scostamento tra il piano di ammortamento del finanziamento e quello del derivato, visto che la seconda tranche del finanziamento (di € 1.440.000) doveva essere erogata entro il 30.7.2011, mentre l'IRS prevedeva per il tratto dal 30 giugno al 30 settembre 2011 un capitale di riferimento di € 2.880.000. Nei fatti, tale scostamento riguarda però un mese ed è, in quanto tale, irrilevante su una complessiva durata di oltre otto anni. Inoltre, in corso di esecuzione del contratto, s'è verificato un lieve scostamento della durata di cinque mesi, legato allo slittamento dell'erogazione della terza e ultima tranche di finanziamento (di € 720.000) dal 31.10.2011 al 31.5.2012, senza una corrispondente posticipazione dell'IRS, che risulta quindi superiore al residuo finanziamento per il tratto del 30.12.2011 al 30.3.2012 di € 720.000,00 e dal 30.3.2012 al 31.5.2012 di € 636.527,00.

Riprendendo le equilibrate considerazioni del C.T.U. (pag. 41), questa modifica del piano di ammortamento, per entità e durata, non può pregiudicare il requisito di "elevata correlazione", né in ogni caso può apprezzarsi, ai fini di un eventuale giudizio di nullità del contratto derivato per carenza ab origine della funzione di copertura.

Infine, per concludere sul punto della finalità di copertura, il teste **OMISSIS**, specialista di **BANCA** per i derivati, che ha negoziato lo swap, ha ampiamente ricostruito gli incontri avvenuti con i soci della **SOCIETA' CLIENTE**, che in quelle occasioni manifestarono l'esigenza di "mantenere il costo dell'operazione entro il 6%", al fine di contenere le uscite nelle previsioni del business plan relativo alla costruzione e esercizio di un impianto biomasse. Come ha ricordato il teste, "quest'esigenza diede luogo a un successivo approfondimento in una riunione successiva" e poi alla scelta, suggerita da **OMISSIS**, di "limitare la durata a 8 anni su 10. Nel doc. 6 si vede una linea tracciata all'altezza della rata 31-3-2019. In questo caso veniva offerta una copertura a costo inferiore: nel caso di cap era previsto un costo fisso inferiore, nel caso di IRS era un tasso fisso inferiore. Questo tasso per l'IRS è indicato nel doc. 6 e si trattava del 3,20% sugli 8 anni e 3,24% sulla durata dei 10".

All'esito di queste riunioni, da un lato **SOCIETA'CLIENTE** ottenne una riduzione dello spread sul finanziamento a 2,80 p.p., dall'altro "il tasso fisso da pagare si era ridotto al 3,15% pertanto l'esigenza di copertura era soddisfatta".

3.Alea unilaterale. Malgrado "l'elevata correlazione" tra finanziamento e derivato e la stabilità nel tempo della spesa per interessi, la copertura offerta dal derivato potrebbe risultare inefficiente – generare costi inutili, eccessivi – se il rischio di rialzo dei tassi al di sopra di un valore dato (il tasso fisso che il cliente deve pagare) non può ritenersi effettivamente esistente, secondo le aspettative degli operatori di mercato, al tempo della stipulazione del derivato.

È stato, infatti, correttamente osservato che "tale corrispondenza formale fra i due contratti, tuttavia, non esaurisce il profilo della causa in concreto dovendo necessariamente essere fatta un'ulteriore valutazione, ovvero l'idoneità in concreto del derivato a coprire il rischio sottostante cui è causalmente finalizzato.

In pratica: una volta acclarato che lo swap realizzato dalla Banca, per come è stato strutturato, era astrattamente in grado di coprire il rischio di aumento dei tassi del contratto [...] sottostante, deve ancora essere osservato se il suddetto rischio fosse effettivamente esistente oppure no: tale tema di indagine è stato quindi oggetto del secondo quesito peritale in forza del quale il CTU era stato chiamato ad

esprimersi "in modo particolare se al momento della sottoscrizione del derivato gli scenari probabilistici relativi al futuro andamento dei tassi rilevanti in questo giudizio fossero coerenti con il meccanismo di copertura concordato, ovvero in altre parole se il rischio oggetto di copertura fosse effettivamente esistente (rectius ritenuto esistente dagli operatori di mercato) al momento della stipulazione del derivato".

In altre parole: deve essere esaminato se il contratto oggetto di causa, come concretamente prospettato dalle parti e come sopra descritto, non costituisca una deviazione dalla causa rispondente alla tipicità sociale sopra descritta (come affermata dalla società attrice secondo cui lo schema causale è stato adoperato dalla banca per finalità non ad esso coerenti, non essendo in grado in concreto di realizzare la funzione di copertura dell'interest rate swap a vantaggio del cliente), in quanto deve ritenersi che per la validità di un contratto non è sufficiente affidarsi ad una delle fattispecie contrattuali già previste dalla legge o dalla consuetudine sociale (secondo un'ottica di causa intesa come sostanzialmente coincidente con la funzione tipica e sociale del modello contrattuale prescelto), essendo invece ormai necessario valutare anche se il contratto abbia determinato un apprezzabile mutamento nella sfera giuridica dei contraenti sotto il profilo dell'idoneità a perseguire il risultato economico voluto dalle parti, dovendosi quindi testare la causa in concreto, pena la nullità del contratto medesimo per difetto di causa. [...] Se, quindi, la causa quale elemento essenziale del contratto non deve essere intesa come mera ed astratta funzione economico sociale del negozio bensì come sintesi degli interessi reali che il contratto è diretto a realizzare, e cioè come funzione individuale del singolo, specifico contratto, a prescindere dal singolo stereotipo contrattuale astratto, allora nel caso in cui si riscontri che un contratto di swap è stato strutturato in modo tale che, concretamente, uno dei contraenti, ovvero tendenzialmente il cliente dell'istituto bancario, ben difficilmente avrebbe potuto beneficiarne in quanto, a mero titolo esemplificativo, l'andamento del tasso d'interesse che gli avrebbe determinato un beneficio alla luce delle pattuizioni contrattuali non era concepito come concretamente realizzabile dagli operatori del sistema (a cominciare dalla Banca centrale europea), allora evidentemente lo swap è privo di causa in concreto, per inidoneità della funzione di copertura cui era unicamente finalizzato" (in tal senso Trib. Torino 14.1.2020 n. 185, est. Martinat, disponibile online su Leggi d'Italia).

Anche a non considerare il profilo della funzione in concreto, e quindi della nullità dell'operazione, ma degli obblighi dell'intermediario, e quindi della possibilità per il cliente di rifiutare le conseguenze giuridiche della prestazione contraria allo standard di diligenza professionale, le conclusioni non appaiono sensibilmente diverse, posto che non può esservi alcun ragionevole dubbio che non risponde alla dovuta diligenza l'elaborazione di uno strumento che risulti, con valutazione ex ante, inefficiente o del tutto inutile allo scopo.

Nel senso che la valutazione deve essere fatta ex ante, poiché "l'esistenza di una causa in concreto, infatti, quale elemento genetico del contratto, non può che essere valutata al momento della stipulazione del contratto, unico momento in cui le parti hanno potuto effettuare le loro valutazioni in punto convenienza del contratto, essendo invece irrilevante la data di efficacia del contratto, nonché il concreto andamento ex post del derivato non potendosi infatti desumere dai guadagni o dalle perdite conseguiti dal cliente l'esistenza o meno di una valida causa in concreto al momento della stipulazione del contratto" vedi ancora Trib. Torino 14.1.2020 (cit.).

Nel caso di specie, tuttavia, la curva dei tassi forward disponibile al tempo della negoziazione indicava valori di Euribor in crescita fino al 4% negli anni tra il 2011 e il 2019 e superiori al tasso fisso del 3,15% a partire dalla fine del 2014 (all. 7 C.T.U., pag. 2; cfr. anche doc. 17 conv.).

Pertanto, entrambe le parti avevano una chance di maturare differenziali positivi, **BANCA** per valori di Euribor inferiori al 3,15% e **SOCIETA' CLIENTE** per valori superiori. Non può dunque accogliersi la contestazione dell'attrice, secondo cui "l'alea del contratto ricadeva quindi in un'ottica ex ante interamente in capo al cliente".

Esclusa la non meritevolezza di tutela e/o la carenza di causa aleatoria, perché la possibilità di guadagno/perdita si distribuisce tra entrambe le parti, è normale che il contratto di IRS esprima un valore negativo iniziale, in ragione del "settaggio" dei parametri e del caricamento sulla struttura contrattuale

dei costi di copertura e del margine dell'intermediario. Questo comporta, tuttavia, non un problema di meritevolezza o legittimità del contratto, ma di osservanza degli obblighi di trasparenza: in concreto dell'indicazione del mark to market.

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

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

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

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

Poiché il metodo di calcolo del MTM consente una simulazione giornaliera dei guadagni/perdite che lo strumento è in grado di produrre, alle scadenze successive fino alla chiusura, sulla base del valore attuale assunto dai parametri contrattuali, il MTM può definirsi come il valore corrente di mercato dello swap. Nonostante la corretta qualificazione del MTM come valore stimato e non come "prezzo" (oggetto di obbligazione), Cass. sez. un. 8770/2020 ritiene che esso formi oggetto di accordo come "misura dell'alea", ma l'affermazione appare poco controllata: se per "accordo" s'intende il risultato di un negoziato tra le parti sulle condizioni economiche dell'operazione, allora i punti dell'accordo - scontata la diversa forza contrattuale delle parti - sono le variabili "indipendenti" dello swap, sulle quali l'accordo non manca mai: nozionale, parametri di calcolo dei flussi, spread, eventuali opzioni ecc..

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Secondo, lo swap par (ossia con valore di mercato pari a 0) non esiste, se non in linea teorica, e certamente non esiste mai nel rapporto tra intermediario e cliente, visto che il caricamento del margine e dei costi dell'intermediario sposta sempre e legittimamente il valore dello swap in terreno negativo ("non par") – come riconoscono le Sezioni Unite (§ 4.6., sopra) –, ma in una misura non precisamente

conosciuta nell'entità, se non viene fornito il dato del MTM: che risulta, dunque, di nuovo imprescindibile per la trasparenza dei rapporti.

Nella specie, l'intermediario ha indicato nella Proposta di contratto interest rate swap Tasso Certo (pag. 2 di 3 – doc. 15.2) il MTM iniziale, in percentuale sul Capitale di Riferimento (di € 1.440.000), la scomposizione degli oneri che concorrono alla determinazione del MTM, consistenti nel costo della copertura (-0,262%) e nel margine di intermediazione applicato al cliente (- 2,878%) e il costo massimo di smobilizzo della posizione nella medesima giornata, ipotizzando l'invarianza delle condizioni di mercato.

Come ha osservato il C.T.U. (pag. 15-16), l'applicazione al capitale di riferimento della percentuale indicata restituisce un MTM negativo alla stipula di € 45.216,00, che lo stesso CTP di parte attrice ha riconosciuto in linea con quello calcolato, attraverso l'attualizzazione dei flussi futuri. Vedi perizia stragiudiziale (doc. 14 att.): “il contratto in oggetto presentava alla data di stipula un mark to market negativo di € - 44.942,00, che evidenzia una commissione di € - 44.942,00, pari all'1,97% del nozionale medio (3,12% del nozionale iniziale), in linea con quella dichiarata nella Proposta di contratto”.

Il CTP convenuta ha calcolato un MTM lievemente superiore (€ 45.454,52) a quello ricavabile dall'indicazione della Proposta di contratto, ma sostanzialmente in linea con la stessa e con il dato del CTP attore. Pertanto, ha correttamente concluso il C.T.U. che “non si possa ravvisare irregolarità nella disclosure di trasparenza con riguardo all'indicazione del mark to market iniziale” (pag. 16) e che non si ravvisi la presenza di alcun costo implicito/non dichiarato (pag. 19).

Per le considerazioni che precedono non dà, infine, luogo a illegittimità del derivato o a violazione dei doveri dell'intermediario ex art. 21 TUF la circostanza che la banca non abbia versato al cliente alla data della stipula un upfront di pari importo al MTM negativo.

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

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

controparte non riveste la qualità di cliente professionale” è ad ogni modo riconosciuto dalla stessa Cass. 29.7.2021 n. 21830.

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

Per verificare l’applicabilità al caso di specie della regola di giudizio fissata dalla Cassazione è stato affidato al C.T.U. un quesito sulle modalità di pricing di un derivato OTC “della tipologia di quello all’odierno esame”, quesito articolato su questi punti preliminari: 1) se esistano diversi metodi di calcolo, 2) se i diversi metodi restituiscano risultati, a parità di condizioni, equivalenti (“omogenei”) o differenti. Il C.T.U. ha ricordato che “la dottrina finanziaria ha sviluppato numerosi modelli matematici di approccio alla loro valutazione degli strumenti derivati” (Black & Scholes, Hull – White a 1 o 2 fattori, ecc.). Tuttavia, per determinare il fair value di un derivato IRS che prevede il puro e semplice scambio di flussi finanziari a tasso fisso e a tasso variabile (cd. plain vanilla), che è “in assoluto, il più semplice, lineare e agevole da valutare di tutti i contratti interest rate swap”, esiste “un metodo di pricing universalmente utilizzato ed accettato, comunemente definito discounted cash flow method, ovvero un metodo che si basa sull’attualizzazione dei flussi finanziari attesi di scambio (tasso fisso e tasso variabile)” e “un vero e proprio mercato attivo intra-dealer che si basa su tale metodologia di calcolo”, di modo che “il valore del mark to market di tali prodotti calcolato dalle piattaforme finanziarie – come già anticipato - costituisce, di fatto, la base di calcolo del prezzo di vendita e/o trasferimento utilizzata nel mercato interbancario per siffatta tipologia di contratti” (pag. 29 ss.).

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

Pur non volendo generalizzare, il C.T.U. ha espresso altresì il suo motivato convincimento che l’applicazione di questa metodologia di calcolo, anche se implementata su piattaforme diverse, “dovrebbe tendere a restituire risultati ragionevolmente omogenei” (C.T.U. pag. 29-31), in particolare quando si utilizzino i parametri standard.

Si trae indiretta conferma della sostanziale uniformità dei risultati, considerando che i due CTP, lavorando indipendentemente l’uno dall’altro, sono pervenuti a risultati convergenti e in linea con il dato indicato dalla banca nella Proposta di contratto, con uno scostamento di circa 1.000 euro, su un nozionale di 3,6 mln di euro e una durata contrattuale di circa otto anni (C.T.U. pag. 16). Queste differenze sono così esigue, ma lo stesso vale considerando la stima del C.T.U., di poco inferiore a quella della contrattuale (circa 3.000 euro), da rientrare in un ragionevole margine di tolleranza, anche considerando la possibilità, di cui dà atto lo stesso C.T.U., di lievi scostamenti dei parametri inseriti rispetto a quelli contrattualizzati.

Il C.T.U. ha pertanto concluso in modo stringente, logicamente motivato e convincente: “1. che per la determinazione del mark to market di un contratto derivato IRS plain vanilla esiste una metodologia (implementata sulle principali piattaforme finanziarie quali Bloomberg, Reuters o su altre minori) di universale utilizzo e accettazione e che costituisce lo standard per la negoziazione dei prezzi delle transazioni finanziarie internazionali attinenti a tali contratti (il cosiddetto metodo del discounted cash

flow); 2. che l'applicazione del metodo di universale utilizzo e accettazione (discounted cash flow) per il calcolo dell'MtM di un contratto IRS plain vanilla dovrebbe tendere in concreto – ove si utilizzino i parametri standard delle piattaforme sopra menzionate - a fornire risultati omogenei [...] 3. che tenuto conto delle semplicità e della linearità del contratto di interest rate swap oggetto della controversia e del fatto che il mark to market di tali tipologie di contratti (IRS di tipo plain vanilla) è determinabile con metodo di comune e universale utilizzo”.

Inoltre, dove il quesito chiede: “...se il cliente abbia ricevuto elementi sufficienti a verificare (anche rivolgendosi a professionista di settore) la correttezza del dato fornitogli” la risposta non può che essere positiva, poiché “qualsiasi istituzione, società di consulenza finanziaria o professionista che operi nel settore finanziario e che disponga di una piattaforma Bloomberg o Reuters (o altra minore) o che, comunque, disponga dei dati storici necessari per il calcolo (curve forward) può fornire indicazione del dato relativo al mark to market del contratto de quo”.

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

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

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

Anche quest'affermazione, nella sua categoricità, appare poco controllata. In primo luogo, si ripete la confusione tra ciò che è tema di “accordo”, e quindi oggetto o contenuto del contratto, e le informazioni che l'intermediario è tenuto a fornire, prima della conclusione dello swap, affinché il cliente possa approvare lo strumento propostogli come coerente con i suoi “obiettivi di investimento” (art. 40 Reg.). La “probabilità” di guadagno/perdita, in funzione dell'accadimento di eventi favorevoli o avversi al cliente, può essere oggetto di apprezzamenti e simulazioni di rendimento, che l'intermediario è professionalmente organizzato per elaborare e che deve rendere noti al cliente in osservanza degli obblighi di trasparenza ex art. 21 TUF, ma nessun intermediario è in grado di garantire che l'oscillazione del sottostante (in specie i tassi d'interesse) resterà all'interno della fascia di rischio rappresentata, atteso che – e si vuol dire ovviamente – le dinamiche sono fuori dalla sua sfera di controllo e, nel lungo periodo e talora anche nel breve, fuori dalla capacità previsionale, in assenza di una sfera di cristallo.

Ad esempio, il derivato concluso contro il rialzo dei tassi d'interesse a marzo 2011 ignora che, di lì a breve, nell'inverno successivo si verificherà in Europa una crisi del debito sovrano, tra cui quello italiano, e che, nell'estate 2012, la Banca Centrale Europea deciderà di difendere l'Euro “whatever it takes”, immettendo liquidità sul mercato con acquisti massivi di titoli di Stato, che terranno l'Euribor vicino allo zero, fino a spingerlo in territorio negativo.

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

È lecito chiedersi se il cliente abbia interesse a conoscere gli scenari di rischio futuro, se il derivato propostogli ha finalità di copertura ed effettivamente realizza una piena neutralizzazione del rischio,

senza residui, visto che perdita e guadagno appaiono in tal caso destinati a compensarsi (ad es. il cliente deve pagare Euribor 3 mesi sul mutuo e riceve Euribor 3 mesi sull'IRS).

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

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

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

Nella specie, **BANCA** ha fornito al cliente nella scheda prodotto (doc. 15.1) un'indicazione adeguata degli obiettivi dello strumento: "scelgo di trasformare i miei oneri finanziari da variabili a fissi per avere certezza dei flussi di cassa attesi. Mi proteggerò da un potenziale rialzo dei tassi di interesse, ma non beneficio di un eventuale ribasso sugli stessi". Correttamente la scheda prodotto indica a chi si rivolge il prodotto, ossia "ad un cliente che ha contratto un debito a tasso variabile, consentendogli di minimizzare il rischio legato al rialzo dei tassi di interesse" e indica in una "rata sintetica" pari alla "somma algebrica dei flussi finanziari derivanti dal debito a tasso variabile e quelli derivanti dal tasso certo" l'onere finanziario (invariante) del cliente che ha acquistato lo swap.

Infine, la scheda contiene una misura del "valore medio delle perdite cumulate a scadenza negli scenari più sfavorevoli", proponendo un indicatore definito "Expected Shortfall" che misura il rischio in funzione della durata del prodotto. La scheda non indica la classe di rischio dell'IRS "tasso certo", ma il dato è ricavabile dalla tabella che segue e dalle relative istruzioni, considerando che la durata di un prodotto "amortizing" si considera pari alla durata media, aumentata di un anno, e che per i prodotti che cadono all'interno di un intervallo si considera la classe di rischio successiva. Ciò vuol dire che, data una durata del contratto di 8 anni e 3 mesi (8 e $\frac{1}{4}$), la durata convenzionale ai fini del classamento dovrebbe intendersi superiore a 5 anni (4 ed $\frac{1}{8} + 1$) e quindi il prodotto dovrebbe ricadere nella classe di rischio 5 (tasso certo fino a 7 anni).

A tale classe di rischio corrispondono perdite potenziali comprese tra il 6% e l'8% del capitale di riferimento, secondo quest'altra tabella, contenuta nella scheda prodotto di seguito all'altra.

Il C.T.U., pur senza sottoporre a diretta verifica la metodologia elaborata da **BANCA** per l'assegnazione di classi di rischio e il calcolo delle perdite, ha indirettamente confermato la plausibilità dei risultati, conducendo un'analisi di sensitività del derivato, caratterizzata da variazioni al ribasso dei tassi di interesse, di entità significativa, e precisamente, pari a -50bps, -100bps, -150 bps, -200bps (ossia oscillazione tra -0,50% e -2% del tasso variabile) e assegnando a ciascuno di questi diversi scenari un ragionevole grado di probabilità.

Vedi pag. 26: “Trattandosi, però, di un indicatore di “rischio”, occorre anche formulare ragionevoli ipotesi attinenti alle probabilità di avveramento di tali scenari di perdita. Ipotizzando una distribuzione di probabilità normale e simmetrica di avveramento degli scenari, rispettivamente, di aumento e diminuzione dei tassi di interesse, deve assumersi che le probabilità di riduzione dei tassi di interesse variabili (espressi nella curva forward) siano pari al 50% (il restante 50% attiene, ovviamente, alle probabilità di rialzo dei tassi espressi nella curva forward). In questo range di probabilità del 50%, occorre poi attribuire una quota di probabilità a ciascuno dei quattro scenari. Tale probabilità sarà tanto minore quanto peggiore sarà lo scenario preso in considerazione; questa proporzionalità (scenario peggiore = minore probabilità) è difficilmente confutabile. È invece pacificamente opinabile l’attribuzione della probabilità di avveramento degli scenari che va pertanto sviluppata in base a criteri di buon senso”.

Su queste premesse, non specificamente contestate dall’attrice, il C.T.U. è pervenuto a stimare una perdita potenziale di valore pari a circa il 7% del capitale di riferimento, sostanzialmente allineata con le informazioni fornite dall’intermediario al cliente nella scheda prodotto.

Ritiene, dunque, lo scrivente che **BANCA** abbia fornito a **SOCIETA’ CLIENTE**, al tempo della conclusione del contratto, un’informazione sul tipo di rischio (non beneficiare di eventuali ribassi dei tassi) e sulla misura del rischio implicito nello strumento (perdita di una quota del capitale tra il 6% e l’8%) che soddisfa i doveri informativi ex art. 21 TUF e 31 Reg. 16190/07.

7.Opzione cap. L’attrice ha contestato a **BANCA** di non aver proposto una protezione contro il puro e semplice rialzo dei tassi di interesse, ossia un interest rate cap, come soluzione di pari costo e minor rischio rispetto allo swap “tasso certo” che è stato negoziato e sottoscritto e che, a posteriori, ha generato ampie perdite in termini di differenziali negativi e di essere, dunque, venuta meno ai propri obblighi di diligenza.

Nella C.T.U. (pag. 45) è trascritto il passaggio saliente della perizia stragiudiziale di parte attrice: “il concetto di derivato usato come copertura implica l’esistenza di una precedente operazione generante oneri finanziari, indicizzata a un tasso di mercato: il rischio di tale operazione è che il tasso di indicizzazione aumenti obbligando l’azienda a pagare maggiori oneri finanziari che poi si tradurrebbero in costi di esercizio più elevati e quindi in prezzi di mercato più alti. Appare evidente che per le medesime motivazioni non vi è alcun motivo per cui lo stesso imprenditore dovrebbe coprirsi dal rischio che il tasso di indicizzazione diminuisca. Nell’ottica di un imprenditore che detiene una passività a tasso variabile, come **SOCIETA’ CLIENTE**, una riduzione dei tassi di interesse è auspicata mentre un aumento è indesiderato. Un derivato di copertura dovrà quindi necessariamente generare flussi di cassa positivi all’aumentare dei tassi di interesse, mentre non è altrettanto necessario che generi flussi di cassa negativi nel caso di riduzione: nel caso di aumento dei tassi di interesse i maggiori oneri finanziari generati dal finanziamento originariamente in essere saranno compensati dai flussi di cassa generati dal derivato. Per ottenere questo effetto il Cliente avrebbe dovuto stipulare con la controparte Banca un derivato di tipo Interest rate cap con il medesimo capitale nozionale, piano di ammortamento, tasso di indicizzazione e date di rilevazione di quelle del finanziamento. A parità di costo iniziale (44.492 euro) il Cliente avrebbe potuto acquistare un Cap al 4,55%: avrebbe quindi beneficiato di movimenti al ribasso dei tassi di interesse ottenendo protezione ovvero flussi di cassa positivi, nel caso il tasso di indicizzazione avesse superato il 4,55%”.

Il C.T.U. ha enunciato (pag. 42-44) la differenza tra swap e cap (sui tassi d’interesse), evidenziando i relativi vantaggi e svantaggi. In particolare, “i vantaggi della scelta di un IRS sono:

- ottenere una copertura dal rischio di un aumento dei tassi di interesse, modificando la propria posizione debitoria da un tasso variabile a un tasso (fisso) predeterminato e costante per l’intera durata del contratto di finanziamento oggetto di copertura;
- avere certezza assoluta dei flussi di cassa futuri (che, nel caso di specie, sono rappresentati dal pagamento del tasso fisso del 3,15% sul capitale, a via a via residuo, del finanziamento oggetto della copertura);

•non effettuare un esborso iniziale (talora anche rilevante), come avviene, invece, nel caso dell'acquisto di un'opzione CAP, come si vedrà fra breve, mentre il principale svantaggio consiste nel fatto che il cliente non beneficerà mai di eventuali riduzioni dei tassi di interesse: egli pagherà sempre il tasso fisso predeterminato e la variabilità dei tassi sarà per lui finanziariamente indifferente”.

Viceversa, l'opzione cap copre il cliente contro il rischio di rialzo (di ribasso, nel caso di un'opzione floor), a fronte del pagamento di un premio iniziale (che nel contratto IRS swap non avviene), dandogli il diritto di incassare la differenza (se positiva) tra il parametro di riferimento (es. Euribor 3 mesi) e un livello di tasso prefissato fisso (livello di strike del cap) in corso di esecuzione del contratto.

Quindi, l'opzione cap presenta il vantaggio di dare al cliente una copertura dal rischio di aumento dei tassi di interesse (ma solo oltre la soglia definita), senza togliergli la possibilità di beneficiare dell'eventuale riduzione dei tassi di interesse, mentre presenta lo svantaggio di obbligare a un costo iniziale per l'acquisto della copertura, non dovuto nel caso di swap, e di un costo che, assumendo un prezzo di esercizio pari al tasso fisso dello swap, “è concettualmente superiore al costo atteso dello swap (tale costo nell'IRS è nullo se il contratto IRS è par)”.

La maggior onerosità dell'opzione a parità di condizioni si conferma, come regola generale, anche quando lo swap sia non par, per l'evidente considerazione che uno strumento (cap) che protegge contro un rischio effettivo di rialzo dei tassi, lasciando però la possibilità di beneficiare dei ribassi, ha un'utilità (e quindi un costo) normalmente superiore rispetto a un altro (swap) che dà esclusivamente protezione contro il rischio di rialzo.

Nel caso in esame, la perizia richiesta dall'attrice è polemicamente orientata a censurare la negligenza dell'intermediario, ma non riesce a dimostrarla, perché cade banalmente sull'eterogeneità delle condizioni economiche utilizzate per raffrontare opzione e swap. Vieppiù, le soluzioni alternative prospettate dal perito sarebbero, esse sì, palesemente inadeguate rispetto agli obiettivi della **SOCIETA' CLIENTE** e quindi fonte di sicura responsabilità dell'intermediario.

Primo, il confronto tra due diversi strumenti di copertura deve farsi a parità di condizioni, ossia assumendo un prezzo di esercizio (strike) dell'opzione pari al tasso fisso che il cliente deve ricevere dall'IRS. Quest'elementare condizione viene violata dal perito attore che utilizza per il confronto un'opzione con prezzo di esercizio (4,55%) superiore al tasso fisso dell'IRS (3,15%).

Come conseguenza, il derivato non darebbe alla cliente, come l'IRS “tasso certo”, un tasso “sintetico” non superiore al 6%, visto che il cap può neutralizzare il rialzo del parametro variabile (Euribor 3mesi), ma non lo spread (del 2,80%) che la banca ha applicato sul finanziamento. Considerando invece la copertura dell'opzione e lo spread, **SOCIETA' CLIENTE** sarebbe stata esposta – evidentemente in un'ottica ex ante – a pagare interessi col tasso limite del 7,35%, a fronte di una chiara richiesta, avanzata durante la negoziazione dello swap, e confermata dalla deposizione del teste **OMISSIS**, di avere un tasso finito del 6%. Quindi, se **BANCA** avesse improvvidamente proposto a **SOCIETA' CLIENTE** il cap che il perito attore oggi suggerisce, avrebbe violato il dovere di valutazione dell'adeguatezza dell'operazione, avuto riguardo agli obiettivi rappresentati dal cliente (art. 40 Reg. 16190/07).

Secondo, il perito dell'attrice indica come efficiente un'opzione con strike 4,55%, ma – come ha peraltro rilevato lo stesso C.T.U. – dall'esame della curva dei tassi forward (all. 7 C.T.U., pag. 2; doc. 17 conv.), disponibile alla data della negoziazione, risulta che il mercato si attendeva nel periodo dal 2011 al 2019 un Euribor non superiore al 4% (4,03%), rendendo l'acquisto dell'opzione sconsigliabile, se proprio non affetto da nullità ex art. 1322 c.c. per unilateralità dell'alea (cfr. § 3).

Considerando invece un cap con prezzo di esercizio del 3,15% e una successione di caplets parametrati ai valori previsti in ammortamento nell'IRS, il MTM dell'opzione sarebbe risultato, alla data della stipula, non inferiore a € 104.713,00: pertanto del tutto non competitivo con l'IRS, dal punto di vista dei costi. In ogni caso, il teste **OMISSIS** ha dato atto di aver rappresentato a **SOCIETA' CLIENTE** entrambe le possibili strutture, cap e swap, e che la società attrice dichiarò di preferire lo swap e la deposizione non è smentita da contrarie risultanze.

8. Conclusioni e spese. In conclusione, la domanda dell'attrice deve respingersi. I motivi di rigetto coprono, evidentemente, sia il titolo precontrattuale, sia quello contrattuale. In punto spese di lite, l'esistenza di giurisprudenza difforme su punti decisivi della controversia è grave motivo per dichiarare interamente compensate le spese di lite. Le spese di C.T.U. devono porsi definitivamente a carico dell'attrice.

PQM

Il giudice, definitivamente pronunciando, respinta ogni contraria domanda istanza eccezione: rigetta le domande dell'attrice, dichiara interamente compensate le spese di lite; pone le spese di C.T.U. definitivamente a carico dell'attrice.

Torino, 7.2.2022

Il giudice

(dott. Enrico Astuni)

**Il presente provvedimento è stato modificato nell'aspetto grafico, con l'eliminazione di qualsivoglia riferimento a dati personali, nel rispetto della normativa sulla Privacy*

EX PARTE CREDITORIS