

N. R.G. 5229/2022



**REPUBBLICA ITALIANA
IN NOME DEL POPOLO ITALIANO
TRIBUNALE ORDINARIO di BOLOGNA
QUARTA SEZIONE CIVILE**

Il Tribunale, in composizione monocratica nella persona del giudice
Pierluigi Di Stefano

ha pronunciato la seguente

SENTENZA

nella causa civile iscritta al n. R.G. **5229/2022** promossa da:

SRL () rappresentata e difesa dagli
avv. elettivamente domiciliata presso il
loro studio sito in

ATTRICE

nei confronti di

S.P.A. () rappresentata e difesa dall'avv.
elettivamente domiciliata presso il suo studio sito in

CONVENUTA

OGGETTO: Strumenti finanziari derivati

Conclusioni:

per l'attrice:

*dichiarare la nullità dell'accordo quadro e/o del contratto di Interest Rate Swap variabile
protetto swap MMX-1589762 stipulato tra S.r.l. e S.p.A. per mancata
indicazione del mark to market iniziale, della formula matematica di calcolo del mark to
market, dei costi impliciti, degli scenari probabilistici e delle potenziali perdite del derivato, per
violazione dell'art. 30 TUF e delle norme imperative per tutti i motivi esposti in atti e, per*



l'effetto, condannare S.p.A. a restituire a S.r.l. l'importo di euro 331.288,91 (saldo negativo delle cedole pagate dalla Società per effetto dell'operazione di Interest Rate Swap variabile protetto swap MMX-1589762), oltre accessori.

In via subordinata:

dichiarare la responsabilità di S.p.A. per violazione degli obblighi informativi, dei doveri di condotta, buona fede e diligenza da tenersi prima, durante e dopo la conclusione dei contratti e delle operazioni di investimento, per violazione da parte di S.p.A. della normativa di cui all'art. 21 T.U.F., al Regolamento Consob n. 16190/07, agli artt. 23-24 del provvedimento n. 255 del 29/10/2007 della Banca d'Italia e della Consob, agli artt. 1175, 1176, 1375 cod. civ. e alla ulteriore normativa richiamata tutti i motivi esposti in atti,

dichiarare la responsabilità di S.p.A. per violazione degli obblighi di cui al T.U.F., al Regolamento Consob n. 16190/2007 in tema di valutazione di adeguatezza dell'operazione di Interest Rate Swap ex artt. 39 e 40 del Reg. Consob n. 16190/2009,

dichiarare la risoluzione dell'accordo quadro e/o dell'operazione Interest Rate Swap variabile protetto swap MMX-1589762;

in ogni caso, condannare S.p.A. al risarcimento dei danni subiti da S.r.l. pari ad euro 331.288,91 (saldo negativo delle cedole pagate dalla Società per effetto dell'operazione di Interest Rate Swap variabile protetto swap MMX-1589762), nonché delle altre ulteriori somme che fossero corrisposte da S.r.l. dopo la data di notifica dell'atto di citazione o, comunque, in quella diversa somma maggiore o minore che dovesse essere accertata in corso di causa, oltre interessi dalla data di pagamento di ogni singolo flusso ovvero dalla data della domanda e fino al soddisfo e rivalutazione monetaria.

In via ulteriormente subordinata:

dichiarare l'inefficacia ex art. 1711 cod. civ. dell'accordo quadro e del derivato Interest Rate Swap variabile protetto swap MMX-1589762 e gli illeciti e le responsabilità tutte, contrattuali, precontrattuali ed extracontrattuali,

condannare S.p.A. al pagamento in favore di S.r.l. di euro 331.288,91 (saldo negativo delle cedole pagate dalla Società per effetto dell'operazione Interest Rate Swap variabile protetto swap MMX-1589762) nonché delle altre ulteriori somme che fossero corrisposte da S.r.l. dopo la data di notifica dell'atto di citazione o, comunque, in quella diversa somma maggiore o minore che dovesse essere accertata in corso di causa, oltre interessi dalla data di pagamento di ogni singolo flusso ovvero dalla data della domanda e fino al soddisfo e rivalutazione monetaria.

In ulteriore subordine:

condannare S.p.A. pari ad euro 81.526,89, o, comunque, in quella diversa somma maggiore o minore che sarà ritenuta di giustizia, oltre rivalutazioni e interessi e dichiarare risolto il contratto derivato in essere, senza alcun costo per S.r.l., per grave inadempimento di S.p.A.

Per la convenuta:



rigetto delle domande.

In subordine, dichiarare il concorso causale della condotta di
conseguente graduazione della responsabilità risarcitoria

s.r.l., con

MOTIVI DELLA DECISIONE

1. Con atto notificato il 3 maggio 2022 S.r.l. (M.E.) citava S.p.A. per accertare e dichiarare la nullità dell'accordo quadro e/o del contratto di *Interest Rate Swap* variabile protetto *swap MMX-1589762* stipulato tra S.r.l. e S.p.A., con condanna alla restituzione dell'importo di euro 331.288,91 pari al saldo negativo delle cedole pagate dalla Società per effetto del contratto; ovvero, in linea subordinata accertare la responsabilità della banca per violazione degli obblighi informativi, dei doveri di condotta, buona fede e diligenza, in particolare la violazione delle normative di cui all'art. 21 T.U.F., al Regolamento Consob n. 16190/07, agli artt. 23-24 del provvedimento n. 255 del 29/10/2007 della Banca d'Italia e della Consob, dichiarando quindi la risoluzione dell'accordo IRS con conseguente risarcimento nella medesima misura indicata; ovvero, in via ulteriormente subordinata, ritenere la responsabilità per danni ai medesimi fini per avere la banca agito in conflitto di interessi, o in ulteriore subordine rimborsare i "costi impliciti" sostenuti dalla S.r.l., pari ad euro 81.526,89.

2. L'attrice esponeva:

- Nell'ambito di un accordo quadro del 7.4.2011 tra M.E. e per derivati cd. OTC, il 29/04/2011 le parti avevano concluso un'operazione di *Interest Rate Swap*, denominata "*I.R.S. variabile protetto swap MMX-1589762*", con nozionale di riferimento, soggetto a piano d'ammortamento, pari originariamente ad euro 9.190.474,44. La data di decorrenza del derivato era il 3/05/2011, mentre la data di scadenza finale era il 30/06/2022.
- Tale contratto, all'atto della domanda, aveva generato flussi negativi per la attrice per complessivi euro 331.288,91, e un *mark to market* negativo attualizzato di euro 3.874,02.
- Il 20/3/2020 M.E., rilevato che il contratto era strutturato in modo tale da generare costi eccessivi mai prospettati dalla banca, ritenendo che ciò conseguisse al mancato rispetto della normativa di settore, contestava alla le irregolarità riscontrate chiedendo il rimborso delle perdite subite, indicate in euro 331.288,91. In subordine, chiedeva il rimborso della somma di euro 81.526,89 individuata da una propria perizia quale ammontare dei costi impliciti e occulti, derivanti da una struttura finanziaria asimmetrica e da gravi carenze informative.
- Peraltro, nei rapporti con la banca, la società attrice era stata erroneamente classificata ai fini "MiFid" (Markets in Financial Instruments Directive) quale cliente "*professionale di diritto*". Al contrario, la M.E. andava considerata "*cliente al dettaglio*" non avendo i necessari requisiti dimensionali e non avendo ricevuto le informazioni necessarie.
- Ai fini delle richieste subordinate, rilevava esservi state altre violazioni contrattuali ascrivibili alla quanto alla mancata previsione ex art. 30 TUF



dello *jus poenitendi* in caso di offerta contrattuale al di fuori della sede della banca intermediaria e quanto all'avere operato in conflitto di interessi.

3. S.p.A. si è costituita eccependo, in via preliminare, la prescrizione decennale delle domande restitutorie e risarcitorie e, nel merito, l'infondatezza delle censure, evidenziando la natura dell'IRS di operazione di copertura dal rischio sull'andamento dei tassi del mutuo collegato, la corretta qualificazione dell'attrice come cliente professionale di diritto, nonché la completezza dell'informativa resa e la validità del contratto.

Svolte le attività istruttorie, con espletamento di CTU, le parti hanno rassegnato le conclusioni in epigrafe e presentato comparse conclusionali e repliche.

La CTU e la ricostruzione dei fatti

4. Questo tribunale disponeva CTU i cui risultati si sintetizzano, rappresentando la base per la successiva decisione nel merito.

I quesiti proposti al consulente, la cui qualifica è di professore di Economia aziendale presso il Dipartimento di Scienze Aziendali dell'Università di Bologna, erano i seguenti:

"1) Descriva le caratteristiche tecnico-finanziarie del contratto e l'esatta tipologia del prodotto finanziario oggetto di causa, quali siano le conoscenze e le competenze necessarie per compiere adeguate valutazioni finanziarie dello stesso, precisando a tale riguardo se la Società potesse essere classificata come cliente professionale;

2) Accerti la funzione intrinseca del contratto, ovvero se lo stesso fosse alla sottoscrizione compatibile con operazioni di copertura del rischio finanziario o piuttosto con finalità di speculazione e ne valuti la coerenza rispetto agli obiettivi d'investimento perseguiti dal cliente;

3) Accerti il valore del "Mark to Market" del contratto, se è rilevabile uno squilibrio economico, anche per effetto di commissioni implicite alla data di sottoscrizione, e se queste informazioni potessero essere rilevate autonomamente dall'investitore, tenendo anche conto delle sue caratteristiche;

4) Accerti i risultati finanziari e se le operazioni abbiano cagionato un danno economico per effetto dell'utilizzo di strumenti inadeguati nei termini sopra indicati, anche rispetto a strumenti alternativi e disponibili sul mercato";

5. In sintesi, dalla CTU risulta:

- La s.r.l. deve essere qualificata, secondo i parametri "Mifid" di profilazione dell'investitore, quale *"cliente professionale"* trattandosi di impresa di grandi dimensioni superando due dei requisiti richiesti: totale di bilancio superiore a 20 milioni di Euro e fondi propri superiori a 2 milioni di Euro. In tale contesto, secondo la valutazione del CT, la banca ha fornito alla soc. M.E. un livello di informazioni adeguato alla classificazione.

- Il contratto in questione si inseriva in un più ampio rapporto di finanziamento collegato alla costruzione di una nave cisterna per conto della società attrice M.E., attiva nel settore dei trasporti marittimi. Partendo da un investimento complessivo di circa euro 27 milioni, la società nel 2010 risultava obbligata nei confronti di per un mutuo a tasso variabile agganciato all'andamento dell'Euribor a sei mesi su



un capitale di 9.190.474,44 euro. Tale rapporto di mutuo, acceso in data 29/10/2010, prevedeva la durata di 11 anni e 6 mesi (pagamento di 23 rate semestrali). Il contratto in giudizio era, quindi, stipulato per offrire una protezione da un possibile andamento al rialzo dei tassi Euribor.

- Si tratta di un "Interest Rate Swap *"variabile protetto"* (SWAP MMX 1589762), stipulato il 29.04.2011 su un nozionale iniziale di € 9.190.474,44 soggetto ad ammortamento, secondo un dettagliato piano allegato al contratto" e "consiste in uno scambio di posizioni debitorie, una a tasso variabile Euribor 6 mesi con un massimo del 4% (tasso Cap) a cui si aggiunge uno spread di 0,635% (parametro Cliente) ed una puramente a tasso variabile (parametro Banca) denominati nella stessa valuta".

In pratica:

in relazione al contratto di mutuo, M.E. pagava le relative rate secondo il tasso Euribor.

Nel parallelo contratto IRS, a fronte del riconoscimento in favore della banca di uno spread pari allo +0,635%, le due parti si impegnavano al pagamento reciproco (swap) del medesimo tasso Euribor, con una clausola di *cap*, in favore del cliente, che fissava il limite (*strike*) del 4%; in caso di tassi Euribor superiori, il cliente avrebbe pagato solo il 4% ricevendo, invece, dalla banca il tasso Euribor pieno.

- In tale modo, M.E. otteneva una copertura dall'eccessiva risalita dei tassi di interesse sul mutuo. Difatti, con il collegamento dei contratti:

- Fruiva del mutuo ad un tasso di interesse variabile con un tetto massimo del 4%;
- Era protetta in caso di rialzo del tasso Euribor oltre tale soglia.

La conclusione del CTU, quindi, è che il contratto IRS, non aveva finalità di speculazione bensì funzione di copertura dal rischio finanziario di rialzo dei tassi di interesse del mutuo al quale era funzionalmente collegato e, del resto, come tale era trattato nei bilanci di esercizio della srl.

- In risposta alla richiesta di determinare il valore del *mark to market* del contratto, di individuare eventuali squilibri economici originari, anche in relazione alla presenza di commissioni implicite alla data di sottoscrizione, nonché di verificare se tali informazioni fossero autonomamente rilevabili dall'investitore, avuto riguardo alla sua specifica qualità, il CTU evidenzia preliminarmente la necessità di fare riferimento al valore dello *swap* al momento della stipulazione, valore da determinare mediante l'attualizzazione dei flussi finanziari futuri attesi, sulla base dei tassi *forward* desunti dalla curva di mercato disponibile a tale data. La valutazione del CTU fa riferimento alla regola (applicata anche dalla giurisprudenza di legittimità) secondo la quale un IRS correttamente strutturato dovrebbe presentare il valore *mark to market* iniziale pari a zero, in quanto espressione dell'equilibrio sinallagmatico tra le prestazioni (la giurisprudenza di legittimità definisce il *mtm* secondo il suo significato finanziario di "*costo di sostituzione (meglio, il suo metodo di stima)*", ossia il costo al quale una parte può anticipatamente chiudere il contratto o un



terzo estraneo all'operazione è disposto, alla data della valutazione, a subentrare nel derivato: così da divenire, in pratica, il valore corrente di mercato dello swap").

- Secondo la relazione di perizia, avuto riguardo alle condizioni di mercato esistenti al momento della stipula, la previsione di una soglia di attivazione della copertura fissata al 4% doveva ritenersi elevata, in un contesto caratterizzato da tassi *forward* che non incorporavano aspettative realistiche di superamento di tale livello. Ne derivava una significativa riduzione del valore economico della protezione offerta alla società M.E., con la conseguente configurazione di uno squilibrio originario del contratto, resosi manifesto nella presenza di un *mark to market* iniziale negativo in capo al cliente, non controbilanciato dal riconoscimento di un *up-front*, ossia di una somma anticipata da parte della banca idonea a riequilibrare il rapporto in vista dei flussi futuri a proprio favore.

- In particolare, alla luce della curva dei tassi *forward* dell'Euribor a sei mesi disponibile alla data del 29 aprile 2011, la fissazione dello *strike* al 4% collocava l'evento di attivazione della copertura al di fuori dell'area di probabilità economicamente significativa. Il CT ha pertanto ritenuto condivisibili le conclusioni dei consulenti di parte attrice, secondo cui uno *strike* pari al 3,43% avrebbe reso il valore dell'opzione coerente con lo *spread* posto a carico del cliente, assicurando l'equilibrio finanziario delle prestazioni. Ne consegue che il derivato presentava, già ex ante, un *fair value* negativo, espressivo di uno squilibrio strutturale del rapporto contrattuale a sfavore del cliente.

- Il CT procedeva a comparazione con l'acquisto diretto di un'"Opzione Cap" applicata al mutuo, così evidenziando ulteriormente l'asimmetria: a fronte di un premio *up-front* stimato in euro 216.309,72 per tale opzione, il cliente avrebbe sostenuto un costo immediato ma trasparente, beneficiando integralmente degli eventuali ribassi dei tassi. La scelta dell'*IRS variabile protetto* ha certamente consentito di evitare un esborso iniziale, ma ha incorporato costi impliciti che, alla luce dell'andamento effettivo dei tassi, si sono tradotti in flussi netti negativi per il Cliente per oltre euro 335.000.

- Il consulente, quindi, valida sostanzialmente il calcolo operato dalla parte attrice per il tramite dei propri consulenti, mediante la metodologia di scomposizione del derivato in contratti semplici. In particolare, il *mark to market* del contratto risulta determinato dalla somma algebrica dei seguenti elementi:

- il valore dei pagamenti in capo alla Società indicizzati al tasso fisso dello 0,635%, stimati in misura pari ad euro 297.836,61;
- il valore di mercato dell'Interest Rate Cap venduto con strike rate al 4,00%, espressivo dei pagamenti in capo alla Banca, stimato in misura pari ad euro 216.309,72.
- La differenza, pari ad euro 81.526,89, rappresenta il Mark to Market del contratto alla data di sottoscrizione.

Il valore del derivato era pertanto negativo e sfavorevole per il cliente, e tale differenziale negativo ha rappresentato, in via indiretta, la corresponsione di commissioni implicite.

6. Da tali numeri, il CTU fa derivare le seguenti valutazioni:

- l'entità delle commissioni implicite, in quanto inferiore all'1% del valore iniziale del derivato, è da considerarsi ragionevole e in linea con le condizioni di mercato, tenuto conto dell'entità del nozionale, della durata, dell'esistenza di *hedging costs* e dei margini di intermediazione attesi dalla banca.



- Quanto al profilo delle informazioni fornite dalla banca intermediaria alla società cliente, la documentazione consegnata a quest'ultima conteneva una quantità significativa di informazioni incentrate sulla natura e sui rischi dei prodotti derivati OTC, nonché sui meccanismi di funzionamento dello specifico prodotto oggetto di causa, con esempi applicativi riferiti all'IRS variabile protetto, ivi compresa la precisazione che l'esecuzione delle operazioni sarebbe stata onerosa, includendo costi ed oneri a carico del cliente, riconducibili sia alla copertura del rischio di mercato sia alla remunerazione della banca.

- Risultavano, invece, assenti le informazioni relative alla formazione del *mark to market* in sede di sottoscrizione, con particolare riferimento ai modelli utilizzati, alle basi dati e alle tecniche di calcolo applicate, né risultava esplicitata la percentuale e la composizione delle commissioni implicite incorporate nel *fair value* del derivato, in termini di copertura del rischio di mercato e di remunerazione dell'intermediario.

- Parimenti, non risulta che fosse stata fornita al cliente alcuna rappresentazione dei flussi cedolari prospettici dell'IRS alla luce dell'andamento dei tassi *forward* dell'Euribor a sei mesi, né è rinvenibile un'analisi di scenario in ordine alle possibili variazioni al ribasso della curva *forward* dei tassi e al relativo impatto sui differenziali prospettici generati dal derivato.

Tali ultime carenze informative, nella prospettiva del CTU, sono congruenti con la tipologia, professionale, di cliente.

La giurisprudenza in tema di IRS

7. La tipologia di contratto e proprio la sua utilizzazione ai fini di copertura finanziaria è stato oggetto di ampia valutazione nella giurisprudenza di legittimità.

Il punto di partenza delle decisioni di interesse è la constatazione che gli *interest rate swap* non sono strumenti standardizzati né eteroregolamentati. Quindi, presentano differenze fra il loro valore teorico ed il prezzo effettivo di negoziazione in quanto viene inserito il margine di remunerazione dell'intermediario che, come spesso avviene, è occultato sotto la forma di costi impliciti.

La questione di fondo risiede nel fatto che l'intermediario, nella negoziazione dei prodotti in esame, dispone fisiologicamente di una più approfondita conoscenza degli scenari probabilistici relativi ai flussi finanziari futuri, sulla base dei quali viene determinato il prezzo equo dell'operazione.

I profili in discussione non attengono, tuttavia, a una verifica da parte del giudice della proporzione sinallagmatica delle prestazioni, non costituendo tale requisito un elemento ordinariamente richiesto ai fini della validità dei contratti (in generale), se non in ipotesi limite. Si conferma, quindi, la regola generale per cui il mero squilibrio economico dell'operazione non è, di per sé, idoneo a comprimere o elidere l'autonomia negoziale delle parti.

La giurisprudenza ha, invece, ricondotto la verifica della regolarità del contratto in esame non già al sindacato sull'equilibrio economico delle prestazioni, bensì



all'accertamento delle condizioni di trasparenza e conoscibilità dell'operazione, avuto riguardo alla coerenza tra la causa concreta del negozio e la sua effettiva funzione economico-finanziaria, alla concreta determinabilità dell'oggetto contrattuale, nonché all'adempimento degli obblighi informativi gravanti sull'intermediario.

L'eventuale violazione di tali obblighi rileva in quanto idonea ad incidere sulla consapevolezza del cliente e, conseguentemente, sulla adeguatezza della scelta negoziale da questi compiuta.

Conseguentemente, del resto, M.E. fonda le sue richieste su due possibili profili, la nullità del contratto ovvero la responsabilità dovuta all'inadempimento degli obblighi informativi.

8. Le SS.UU. *Sentenza n. 8770 del 2020* valutavano tale tipo di contratto considerando l'ipotesi in cui nascano in sé squilibrati (cd "*no par*") nel senso che l'operazione, sia in fase di partenza sia in corso di svolgimento, presenti uno squilibrio delle condizioni corrispettive iniziale, assumendo a questo fine rilievo il cosiddetto "*mark to market (mtm) o costo di sostituzione (meglio, il suo metodo di stima), ossia il costo al quale una parte può anticipatamente chiudere il contratto o un terzo estraneo all'operazione è disposto, alla data della valutazione, a subentrare nel derivato: così da divenire, in pratica, il valore corrente di mercato dello swap (il metodo de quo consiste, insomma, in una simulazione giornaliera di chiusura della posizione contrattuale e di stima del conseguente debito/credito delle parti).*"

Portando il tema sulla meritevolezza della causa del tipo di contratto, le Sezioni unite, con riferimento al proprio oggetto specifico di giudizio, affermavano che l'accordo tra le parti "*non deve limitarsi al mark to market, ma investire, altresì, 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 e, dunque, la stessa misura dei costi pur se impliciti.*"

Considerando, poi, che l'intermediario finanziario, quale mandatario dell'investitore, è tenuto a fornire raccomandazioni personalizzate senza agire in conflitto di interessi, giunge alla conclusione che "*la funzione che l'affare persegue va individuata esaminando il caso concreto e che, perciò, in mancanza di una adeguata caratterizzazione causale, detto affare sarà connotato da una irrisolutezza di fondo che renderà nullo il relativo contratto perché non caratterizzato da un profilo causale chiaro e definito (o definibile).*"

A tale stregua, quindi, certamente non si contesta la praticabilità del dato tipo di contratti ma diventa necessario valutare sia la eventuale esistenza di un *mark to market* negativo iniziale (in sostanza, uno squilibrio delle prestazioni), e se ciò sia stato oggetto di accordo ovvero, nel caso in cui un accordo non sia stato esplicito, se si rientri nell'ambito di una carenza informativa tale da incidere sulla regolarità del contratto.

Nel caso del rapporto con l'ente pubblico, quale ricorrente nel caso concreto, le SS.UU. affermavano "*E tale accordo sulla misurabilità/determinazione dell'oggetto non deve limitarsi al criterio del mark to market, ma investire, altresì, gli scenari probabilistici, poiché il primo è semplicemente un numero che comunica poco in ordine alla consistenza dell'alea. Esso deve concernere la misura qualitativa e quantitativa dell'alea e, dunque, la stessa misura dei costi, pur se impliciti.*"



9. Varie decisioni successive, richiamate dalle parti a conferma delle pur opposte tesi da loro sostenute, hanno riguardato contratti IRS, pur se le informazioni presenti nelle decisioni non consentono di valutare adeguatamente la peculiarità dei casi concreti. Invero, appaiono tutte riferibili a clienti "retail", mai "professionali" (o ciò è detto espressamente o lo si desume dagli importi in question). Si richiamano:

Sez. 1, Ordinanza n. 22014 del 2023 la quale afferma che *"la mancanza di conoscibilità da parte del cliente dei possibili oneri e costi a suo carico fa venire meno la meritevolezza degli interessi perseguiti dal contratto IRS, determinandone la nullità"*: ovvero, l'accordo deve investire sia il *mark to market* che gli scenari probabilistici. La *"conoscibilità"* deve investire *"gli elementi ed i criteri utilizzati per la determinazione del mark to market"*; restando altrimenti indeterminabile la causa del contratto.

Sez. 1, Ordinanza n. 417 del 2025 *"in un caso nel quale il contratto per cui è lite non recava menzione del mark to market, degli scenari probabilistici, dei costi effettivi e della natura non par del contratto (quindi, è da intendere, dei costi impliciti del derivato): di talché, in conformità del richiamato arresto delle Sezioni Unite esso è stato ritenuto nullo."* Richiama la posizione assunta dalla Consob in tema di "costi impliciti" con la comunicazione n. 9019104 del 2 marzo 2009 e conferma la necessità che l'accordo tra intermediario e investitore investa la misura dell'alea, calcolata secondo criteri scientificamente riconosciuti ed oggettivamente condivisi con riferimento al *mark to market* e agli scenari probabilistici. Precisa come la decisione delle SS.UU. del 2020 non riguardi solo gli enti pubblici *"come se altri investitori non qualificati non avessero la necessità di negoziare il prodotto finanziario ..."* (chiaro anche il riferimento ad una diversità di posizione tra investitori qualificati e non).

Valutazione del Tribunale

10. I temi posti da M.E. sono:

- se l'oggetto del contratto derivato fosse correttamente determinato con riferimento ai corrispettivi pattuiti; o se, invece, la mancata individuazione del *mark to market*, - espressiva di uno sbilanciamento economico in favore della banca, quantificato in euro 81.526,89 - integri una commissione implicita non concordata tra le parti. Ciò, se del caso, dovrebbe comportare la nullità originaria del contratto.
- Se il contratto di *swap* fosse adeguato a tutelare gli interessi perseguiti dall'attrice rispetto ad altri strumenti che pur potevano fornire la medesima finalità di copertura dal rischio di rialzo dei tassi di interesse a un costo, però, minore e con chiara conoscenza della alea contrattuale da parte della cliente. Ciò, se del caso, dovrebbe comportare la nullità *ex art. 1322 cod. civ.* ovvero rappresentare un grave inadempimento contrattuale di non avendo perseguito gli interessi della cliente, derivandone la risoluzione del contratto *ex art. 1455 cod. civ.* con risarcimento dei danni quantificati nell'esborso delle cedole negative. Del resto, si osserva, l'intermediario finanziario è tenuto a fornire raccomandazioni personalizzate al suo assistito; anche attraverso la deduzione dei cd. costi impliciti, altrimenti riconducendosi ad essi lo squilibrio iniziale dell'alea, misurato in termini probabilistici, sull'assunto che ciò costituisca un incentivo affinché l'intermediario raccomandi all'investitore strumenti OTC, nei quali la remunerazione è occultata,



piuttosto che strumenti da acquisire sul mercato, presso cui il compenso ha la forma della commissione da concordare.

11. Rileva il tribunale.

Il contratto in questione era, di fatto, l'equivalente di una clausola di *cap* applicata direttamente al mutuo oggetto di "protezione". Alquanto semplice la struttura, che si descrive nuovamente:

- il rapporto di mutuo aveva durata decennale ed era indicizzato all'Euribor a sei mesi, sicché il mutuatario risultava esposto al rischio di un significativo rialzo dei tassi di interesse nel corso del rapporto.
- Il contratto di Interest Rate Swap collegato al mutuo, avente nozionale pari all'importo del finanziamento, era strutturato in modo da seguire il piano di ammortamento e con durata coincidente con quella del mutuo stesso.
- Nel rapporto di *swap*, le parti si scambiavano flussi indicizzati all'Euribor a sei mesi, prevedendosi, in favore del cliente, una clausola di *cap*, tale per cui l'Euribor applicabile non avrebbe potuto superare la soglia del 4%, mentre, in contropartita, il cliente si obbligava a corrispondere uno spread aggiuntivo dello 0,675%.
- L'effetto, in pratica, era quello di un unico rapporto, un mutuo a tasso variabile cui era apposto un tetto al tasso di interesse, garanzia pagata dalla cliente con il citato *spread*.

Per le successive valutazioni, diviene rilevante individuare costo e convenienza, per il cliente, dell'operazione.

Se si procede, in via meramente nominale, a scindere i costi dai ricavi dell'intermediario, il costo dell'operazione per il cliente parrebbe esaurirsi nel pagamento dello spread pattuito. Tuttavia, una simile lettura non coglie la reale portata economica del contratto né la sua concreta incidenza sull'equilibrio complessivo delle prestazioni (laddove tale equilibrio debba essere ritenuto rilevante ai fini della validità del contratto, secondo la giurisprudenza citata).

Invero, il costo effettivo dell'operazione di copertura non può essere apprezzato esclusivamente in termini di tasso aggiuntivo, ma richiede una valutazione attualizzata e probabilistica della congruità del *cap rate* pattuito rispetto agli scenari di mercato esistenti al momento della stipulazione.

- Il *mark to market* iniziale del contratto risulta negativo per il cliente e positivo per l'intermediario, evidenziando l'esistenza di un costo implicito dell'operazione.
- il *cap* al 4% viene indicato (si veda la CTU) come eccessivamente alto rispetto alle attese (andava più equamente determinato, per un giusto valore, nella misura del 3,43%), e anche da tale prospettiva risultano un costo implicito dell'operazione.

Secondo quanto chiarito dalla giurisprudenza richiamata ai fini della liceità dei contratti derivati è necessario verificare che vi sia stato un accordo effettivo tra intermediario e cliente sulla misura dell'alea, calcolata secondo criteri scientificamente riconosciuti ed oggettivamente condivisi, non potendo tale accordo limitarsi alla mera indicazione del *mark to market*, ma dovendo investire altresì gli scenari probabilistici, in quanto il *mtm*, di per sé



considerato, costituisce un dato numerico insufficiente a rappresentare la consistenza dell'alea contrattuale.

12. La lettura delle varie decisioni rilevanti, però, fa comprendere come la necessità di tale consenso non significhi che debba esservi stretta formalizzazione del relativo accordo e comunicazione dell'una all'altra parte dei dati necessari, ma è necessario che vi sia "conoscibilità". Il cliente deve essere in grado di comprendere le probabilità che l'Euribor resti al di sotto della soglia del 4%, quelle che lo superi, per quanto tempo e in quale misura; deve poter apprezzare il valore atteso del tasso effettivo del mutuo e la distribuzione dei possibili costi complessivi del finanziamento. Deve, insomma, poter assumere una decisione consapevole sull' "alea razionale del contratto".

In caso contrario, non è in grado di conoscere il vero costo del finanziamento.

Ma queste regole vanno considerate applicabili esclusivamente per il cliente "al dettaglio", nei cui confronti valgono le regole di tutela che rendono eccezionalmente significative, al fine della validità dei contratti del tipo in esame, la sua piena consapevolezza della formazione e composizione del prezzo di quanto acquista a fronte degli specifici obblighi di informazione a carico dell'intermediario.

13. Tema determinante, che giustifica il rigetto delle domande dell'attrice, è la qualificazione di srl secondo i parametri di profilazione dell'investitore ai sensi del "*Regolamento recante norme di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 in materia di intermediari (adottato con dalla Consob con delibera n. 16190 del 29 ottobre 2007)*".

Il regolamento definisce i "*clienti professionali di diritto*" ovvero "*clienti professionali per tutti i servizi e gli strumenti di investimento*".

Tra questi, oltre tipologie di soggetti quali, tra gli altri, le banche, le imprese di investimento, le imprese di assicurazione etc. , vi sono "*le imprese di grandi dimensioni che presentano a livello di singola società, almeno due dei seguenti requisiti dimensionali: — totale di bilancio: 20.000.000 EUR, — fatturato netto: 40.000.000 EUR, — fondi propri: 2.000.000 EUR*".

Non risulta posto seriamente in dubbio il dato ricostruito dal consulente sulla scorta degli atti: per il periodo di interesse, la società attrice aveva un attivo di circa euro 62.000.000 e un patrimonio netto di circa euro 29.000.000.

14. srl, quindi, era una "*cliente professionale*".

Vanno pertanto considerati i diversi obblighi nei rapporti con gli intermediari rispetto ai "*clienti al dettaglio*".

In base all'art. 40 del Reg. cit., "*valutazione dell'adeguatezza*", il consulente può presumere che il cliente professionale abbia esperienza e capacità di comprendere i rischi inerenti all'operazione o alla gestione del suo portafoglio e sia finanziariamente in grado di sopportare qualsiasi rischio di investimento compatibile con i propri obiettivi di investimento.



In tali casi, come prevede il medesimo regolamento, deve essere lo stesso cliente a richiedere al prestatore del servizio di essere trattato quale cliente al dettaglio, il che non risulta nel caso di specie (*"Spetta al cliente considerato professionale di diritto chiedere un livello più elevato di protezione se ritiene di non essere in grado di valutare o gestire correttamente i rischi assunti"*).

La difesa di parte attrice non ha neanche allegato che vi sia stata una richiesta di trattamento quale cliente al dettaglio; del resto, si limita più volte ad affermare in termini del tutto generici di non avere la società capacità e competenze finanziarie ma ciò, evidentemente, non è rilevante ai fini di interesse.

Il tema, quindi, è quello del livello di informazioni che l'intermediario è tenuto a fornire al cliente professionale, quali le informazioni fornite e se l'eventuale scarsità delle informazioni possa rendere rilevante ai fini della validità del contratto una condizione soggettiva del cliente di inadeguata consapevolezza dell'equilibrio delle prestazioni.

15. A fondamento della tesi attrice è stata richiamata la comunicazione Consob n. 9019104 del 2 marzo 2009, in particolare per la previsione che l'intermediario effettui la scomposizione (c.d. *unbundling*) delle diverse componenti che concorrono al complessivo esborso finanziario distinguendo *fair value* e costi – anche a manifestazione differita - che gravano, implicitamente o esplicitamente, sul cliente.

Si consideri, però, come le regole indicate da tale comunicazione siano riferite essenzialmente alla *"clientela c.d. "al dettaglio" (ossia quella con minore esperienza e conoscenza finanziaria)"*, a conferma del diverso regime di informazioni dovute ai clienti professionali.

Quindi tale atto non sostiene le ragioni di M.E.

16. Quanto al livello effettivo di informazioni fornite dalla banca alla cliente, sulla base dei documenti in atti è stata data una risposta specifica nella consulenza di ufficio.

Risulta, quindi, che aveva fornito informazioni di tipo solo generale sui meccanismi di funzionamento del prodotto, su costi e oneri a carico del cliente riconducibili alla copertura del rischio di mercato e sulla remunerazione alla banca. Non aveva, invece, fornito elementi per la dimostrazione della modalità di determinazione del *mark to market* mancando *"dati quantitativi specifici in ordine ai tassi di attualizzazione, ai tassi forward dell'Euribor 6 mesi, alle curve di volatilità, alla valorizzazione delle due gambe del derivato (unbundling) e alle commissioni implicite"* ... *"non risulta alcuna dimostrazione esplicita nei confronti del Cliente di quali sarebbero stati i flussi cedolari prospettici dell'IRS alla luce dell'andamento dei tassi forward dell'Euribor 6M, nota la curva dello stesso tasso alla data di sottoscrizione. Infine, non è stata fornita al Cliente una rappresentazione dell'evoluzione del Mark to Market del contratto di IRS sotto l'ipotesi di shift paralleli della curva dei tassi di interesse. Come suggerito dal consulente di parte attrice (doc. 17), si tratta di analisi di scenario in ordine alle possibili variazioni al ribasso della curva forward dei tassi Euribor 6 mesi visibile in data 29.04.2011 e dell'impatto di quest'ultima sui differenziali futuri prodotti dal derivato, nonché sul suo Mark to Market o costo di estinzione"*.



Si noti come, nella prospettiva proposta dal consulente (si tratta di una valutazione) la carenza di informazioni specifiche è del tutto compatibile con la relazione con un cliente professionale che si presume avere la conoscenza e l'esperienza necessaria per comprendere e gestire i rischi di un IRS.

Va inoltre rilevato che un punto centrale della difesa attorea consiste nel fatto che la documentazione fornita da rappresentava l'andamento dei tassi solo fino al 2008/2009, prospettando così una verosimile risalita verso il 5%. Tuttavia, immediatamente dopo tale periodo, e prima della conclusione del contratto, si afferma che i tassi avevano registrato un marcato e prolungato calo, tale da rendere del tutto sproporzionato il livello di attivazione dello strike fissato al 4%. L'attrice, quindi, afferma che non vi è solo un problema di informazioni non adeguate ma di occultamento di elementi essenziali spettando alla banca effettuare la scomposizione dei vari componenti per dimostrare l'effettivo esborso finanziario.

Decisione

17. La regola giurisprudenziale secondo cui, nei contratti di Interest Rate Swap, l'inadeguatezza delle informazioni fornite dall'intermediario – e, in particolare, l'occultamento del mark to market iniziale, degli scenari probabilistici e dei costi impliciti – impedisce la formazione di un consenso consapevole sulla misura dell'alea, con conseguente nullità strutturale del contratto per indeterminabilità dell'oggetto e, comunque, per difetto di causa, opera indipendentemente dalla finalità di copertura o speculativa dell'operazione.

Tale approdo interpretativo presuppone, tuttavia, la sussistenza di uno specifico obbligo informativo in capo all'intermediario, come imposto dalla normativa di settore richiamata, il cui inadempimento costituisce il fondamento della rilevanza invalidante del deficit informativo.

Solo in tale evenienza la normativa dettata a correzione dell'asimmetria informativa e a tutela del solo cliente *retail* e non anche di quello professionale impone che l'accordo tra le parti si estenda anche alla composizione della prestazione economica posta a carico del cliente, dovendo risultare chiaramente distinguibili le componenti riconducibili ai costi dell'operazione e quelle riferibili alla remunerazione dell'intermediario.

18. Al di fuori di tale ambito, trovano applicazione le ordinarie regole in materia di autonomia negoziale delle parti.

Come detto, il cliente professionale, qual è M.E., si presume essere in grado di effettuare le proprie elaborazioni sulla base dei dati noti.

In concreto, nel caso in esame, le valutazioni erano relativamente semplici:

- lo swap incorpora un'opzione implicita – il *cap* al 4% – e uno spread fisso dello 0,675% che remunera l'intermediario. La struttura è asimmetrica: il cliente paga con certezza lo 0,675% quando i tassi sono bassi, mentre beneficia della protezione solo se e quando i tassi superano una soglia elevata. Per stabilire se tale *spread* fosse equo,



era indispensabile conoscere con quale probabilità l'Euribor avrebbe potuto superare il 4%, per quanto tempo e di quanto, nonché il valore economico dell'opzione incorporata e il costo reale della protezione offerta.

- Mentre al cliente al dettaglio devono essere prospettati tali scenari probabilistici perché sia in grado di comprendere se il prezzo pagato per la copertura sia congruo o se, invece, lo *swap* incorpori un margine occulto, ciò non è necessario in presenza del cliente professionale, pienamente in grado di effettuare le proprie valutazioni e quindi, di poter conoscere la effettiva "alea razionale" condividendola con la banca.

19. Del resto, dalla puntuale analisi svolta dal CTU emerge che il contratto in esame risulta sostanzialmente coerente con la funzione di copertura perseguita, atteso che la misura dello sbilanciamento rispetto alla piena parità delle prestazioni corrispettive si colloca entro limiti di ragionevolezza.

Ne consegue che, al di là delle questioni attinenti al profilo informativo, il prezzo corrisposto per la protezione dal rischio di anomalie nell'andamento dei tassi di interesse applicati al mutuo non evidenzia profili di anomalia economica.

Va altresì rilevato che la società M.E. ha contestato l'operazione non già all'inizio del rapporto, bensì in prossimità della sua conclusione, e il fatto che lo *strike*, valutando *ex post*, non fosse mai stato raggiunto, è circostanza che appare coerente con la fisiologia di strumenti aventi natura assicurativa. È, infatti, del tutto ordinario che una copertura contro eventi straordinari non venga mai attivata, trattandosi di strumenti destinati ad operare solo al verificarsi di scenari eccezionali, senza che ciò possa, di per sé, essere assunto quale indice di inadeguatezza o diseconomicità della protezione stessa.

20. Quindi sono infondate tutte le domande:

- Quanto alla principale, non essendovi, per quanto detto, la dedotta nullità secondo le citate regole giurisprudenziali, riferibili a clienti *retail*.

- Quanto alla secondaria, richiesta di risoluzione, in quanto non è dato comprendere quali siano le "violazione degli obblighi informativi, dei doveri di condotta, buona fede e diligenza" successive alla conclusione del contratto, essendo lo stesso stato eseguito in stretta conformità alle previsioni dell'accordo (col il pagamento dello *spread* rispetto all'Euribor);

- Quanto all'essere il contratto in violazione dell'art. 1711 cod. civ., in quanto il regolare svolgimento del rapporto non fa emergere alcuna violazione dei limiti dell'incarico conferito nell'ambito dell'accordo quadro alla base dei successivi contratti; la scelta di procedere con la forma dell'IRS e non con una clausola di *cap* per il mutuo faceva parte delle scelte liberamente accettate dal "cliente professionale" e aveva, del resto, ragione nella scelta di posticipare i pagamenti rispetto all'anticipazione della somma complessiva per compensare lo *strike* garantito al mutuo. In conseguenza, non ha fondamento la richiesta del pagamento del differenziale di euro 81.526,89, non essendovi le citate violazioni contrattuali.

Le spese del procedimento seguono la soccombenza e si liquidano in dispositivo (oltre 15% per spese generali ex art. 2 D.M. cit.

P.Q.M.



Il Tribunale di Bologna, in composizione monocratica, definitivamente pronunciando sulla domanda proposta **S.r.l.** nei confronti di **SPA**, con atto di citazione notificato in data 3 maggio 2022, ogni diversa istanza, eccezione e deduzione disattesa, così provvede:

- RIGETTA ogni domanda attorea;

- CONDANNA

S.r.l. in persona del l.r.p.t. al rimborso in favore di **SPA** in persona del l.r.p.t. delle spese di giudizio, che si liquidano in € 22.457 per compenso di avvocato, oltre 15% spese generali ed oltre accessori di legge ed oltre quota delle spese di CTU anticipata dalla convenuta

La sentenza è provvisoriamente esecutiva per legge.

Bologna, 29 dicembre 2025

Il giudice
Pierluigi Di Stefano

