

LODO ARBITRALE
EMESSO DAL
COLLEGIO ARBITRALE COMPOSTO DA

ORIGINALE

Avv. Prof. Matteo Rescigno

(terzo arbitro con funzioni di Presidente)

Avv. Prof. Enrico Ginevra

(arbitro di parte procedente)

Avv. Prof. Emanuele Rimini

(arbitro di parte resistente).

Nel procedimento arbitrale promosso da

- Parte procedente -

Nei confronti di

(¹) All'atto di proposizione dell'arbitrato aveva sede in
e si era costituita in persona del suo Amministratore Delegato
rappresentata e difesa, dall'avv.
elettivamente domiciliata presso il suo studio in

ed

1



- Parte resistente -

* * *

1. SEDE DELL'ARBITRATO

La sede dell'arbitrato è stata fissata presso lo studio dell' Avv. Prof. Matteo Rescigno, in Milano, Largo Augusto n. 3.

* * *

2. CLAUSOLA COMPROMISSORIA

La clausola compromissoria è contenuta nell'art. 18 del contratto quadro denominato "Accordo normativo per la disciplina di derivati finanziari" stipulato inter partes in data 28 ottobre 2003 come modificato tra le parti in data 28 novembre 2011 e 10 gennaio 2012 mediante, rispettivamente, proposta e accettazione².

"1. Ogni disputa, contestazione o controversia fra le Parti comunque derivante dal presente Accordo e/o da ciascun Contratto, anche relative alla validità di Accordo e Contratti, verrà deferita ad un Collegio di 3 Arbitri il quale la risolverà in via rituale, giudicando secondo diritto italiano e procedendo ai sensi degli art. 816 segg. cod. proc. civ..

2. La parte che intende promuovere il giudizio arbitrale dovrà comunicarlo all'altra mediante lettera raccomandata r.r. contenente l'oggetto della controversia, le sue richieste, l'invito alla procedura e la designazione del proprio Arbitro. Qualora l'altra parte, entro 20 giorni dalla predetta comunicazione, non proceda con le stesse formalità alla designazione del proprio arbitro ovvero laddove, entro 20 giorni dalla designazione del secondo Arbitro, i due Arbitri designati non avessero scelto il terzo, alla nomina degli arbitri non designati procederà, su istanza della parte interessata, il Presidente del Tribunale di Milano.

3. In ogni caso, il Collegio arbitrale giudicherà, con sede in Milano".

* * *

3. QUESITI PER PARTE

² Le modifiche hanno comportato unicamente lo spostamento della sede arbitrale da Torino a Milano e l'attribuzione al Presidente del Tribunale di Milano (anziché al Presidente del Tribunale di Torino) del potere di nomina del terzo Arbitro, qualora gli altri due Arbitri già designati dalle Parti non dovessero raggiungere un accordo.

PRIMO QUESITO: "Piaccia all'Ecc.mo Collegio Arbitrale accertare la nullità dei contratti promossi fuori sede da _____ per difetto di causa per tutte le ragioni esposte in giudizio".

SECONDO QUESITO: "Piaccia all'Ecc.mo Collegio Arbitrale, accertare la responsabilità di _____ per violazione delle regole di comportamento nella prestazione dei servizi di investimento e, in particolare, degli obblighi di cui agli artt. 30 e 31 TUF nonché agli artt. 21, co. 1 lett. a) TUF e agli artt. 28, commi 2, 3 e 4 e 29 Regolamento Intermediari, e in via subordinata ai quesiti n. 1 e 2, risolvere il contratto quadro e i singoli contratti di swap attualmente pendenti tra le parti per fatto e colpa di _____".

TERZO QUESITO: "Piaccia all'Ecc.mo Collegio Arbitrale, in ogni caso, condannare _____ a risarcire a _____ tutti i danni patiti e patendi dalla conclusione dei contratti di _____ di cui in narrativa, allo stato provvisoriamente quantificabili al 15 maggio 2012 in complessivi euro di complessivi euro 305.843,00, o in quel diverso importo che dovesse risultare nel corso del giudizio arbitrale, di cui euro 191.253, per differenziali pagati da _____ alle scadenze periodiche dei tassi parametro, ed euro 114.590, per il valore di mark to market negativo registrato dai contratti, oltre ai successivi sino al saldo effettivo e oltre agli interessi legali e rivalutazione monetaria".

QUARTO QUESITO: "Piaccia all'Ecc.mo Collegio Arbitrale condannare _____ in persona del suo legale rappresentante protempore al pagamento delle spese e competenze di lite e di funzionamento del Collegio Arbitrale".

In via istruttoria

TS insiste per l'ammissione di una consulenza tecnica d'ufficio sul seguente quesito: "Voglia il C.T.U., visti gli atti e documenti di causa, assunte informazioni dalle parti e dai loro tecnici, esaminata la documentazione che le parti vorranno sottomettergli, accertare e dichiarare quanto segue:

- la natura speculativa e inadeguata delle operazioni di ristrutturazione e dei contratti proposti dalla banca con particolare riferimento alla rischiosità ex ante delle operazioni e dei contratti stipulati da _____ nonché allo sbilanciamento del rapporto rischi/benefici a svantaggio del cliente e a vantaggio della banca,
- i costi complessivi derivati alla _____ dai predetti contratti nonché i costi impliciti di

3



transazione e i margini di intermediazione generati dalle operazioni stipulate, indicando se le due componenti siano in rapporti di congruità o siano eccessive alla luce del mercato di riferimento.

* * *

4. QUESITI PER

Nel merito:

1. *in accoglimento delle difese e delle eccezioni, anche preliminari, della Banca convenuta, respingere tutte le domande proposte dalla società attrice nei confronti di*
assolvendo dalle stesse la concludente;
2. *in via subordinata, nella denegata ipotesi in cui si accogliessero, in tutto o in parte, le domande della società odierna attrice:*
 - a) *condannare la società odierna attrice alla restituzione degli importi a qualsiasi titolo percepiti in esecuzione delle operazioni di cui è causa;*
 - b) *ridurre ulteriormente le pretese avversarie, tenuto conto di tutte le difese ed eccezioni della Banca concludente, anche ai sensi e per gli effetti degli artt. 1225, 1227, 1458 c.c..*

In via istruttoria:

3. *rigettare tutte le istanze istruttorie avversarie;*
4. *in subordine, nel denegato caso di ammissione di CTU contabile, tener conto, nella formulazione del quesito, delle deduzioni e richieste della Banca convenuta di cui ai §§ 19-21 della "Memoria integrativa" in data 14.01.2013 e, in particolare, dei seguenti quesiti così come ivi gradati e motivati:*
 - *"Si chiede al CTU di calcolare l'importo dei differenziali che avrebbe prodotto, fino ad oggi, un contratto di IRS "plain vanilla" nel quale il Cliente paga il tasso fisso del 5,91% (ovvero il tasso medio di mercato, c.d. TEGM, dei mutui a tasso fisso rilevato dalla Banca d'Italia e dal Ministero dell'Economia e delle Finanze nel trimestre Gennaio-Marzo 2007 di cui al D.M. 20 giugno 2007) e la Banca il tasso variabile (Euribor3M in advance), mantenendo le stesse scadenze e lo stesso capitale nozionale del contratto di IRS n. 48311 del 16.01.2007";*

- "quantificare i differenziali prodotti dai contratti oggetto di causa a partire dalla seconda metà del 2008";
- "compensare gli eventuali costi impliciti con gli Up-Front accreditati dalla Banca in favore della società attrice, con i costi compensativi del rischio di credito, con i costi di strutturazione, di processing, di engineering e di hedging e con qualsiasi altro onere sostenuto soltanto dalla Banca".

In ogni caso:

- con il favore delle competenze e delle spese di lite, oltre gli accessori di legge, ivi compreso il rimborso delle spese generali.

* * *

5. SVOLGIMENTO DELLA PROCEDURA ARBITRALE

1. Il 3 aprile 2012, in Milano, Largo Augusto n. 3, presso lo studio dell'Avv. Prof. Matteo Rescigno, si costituiva il collegio arbitrale per la soluzione della controversia insorta tra le parti come da clausola compromissoria contenuta nell'art. 18 del contratto quadro stipulato *inter partes* in data 28 ottobre 2003 come modificato tra le parti in data 10 gennaio 2012.

Il Collegio nominava altresì, con il consenso delle parti presenti, quale Segretario del Collegio, l'avv.

Le parti concordavano nel fissare il termine per la pronuncia delle determinazioni arbitrali al novantesimo giorno successivo alla data fissata dal Collegio Arbitrale per il deposito dell'ultimo atto difensivo autorizzato ovvero dalla data dell'udienza di discussione finale fissata dal Collegio se successiva. Il Presidente veniva delegato dal Collegio Arbitrale a disporre eventuali differimenti del deposito delle memorie, delle udienze, di altri incombeni e a sottoscrivere le ordinanze.

Il Collegio, su espressa e concorde richiesta delle parti, assegnava loro i seguenti termini:

- a parte procedente fino al 25 maggio 2012 per il deposito di prima memoria con formulazione dei quesiti, delle istanze istruttorie e produzione documentale;
- a parte resistente fino al 27 luglio 2012 per il deposito di prima memoria con formulazione dei quesiti, delle istanze istruttorie e produzione documentale;
- a parte procedente fino al 28 settembre 2012 per memoria di replica ed ulteriore precisazione dei quesiti, nonché per integrazione delle istanze istruttorie e produzione documentale;

5




- a parte resistente fino al 16 novembre 2012 per memoria di replica ed ulteriore precisazione dei quesiti, nonché per integrazione delle istanze istruttorie e produzione documentale;

Il Collegio fissava l'udienza del 28 novembre 2012 per la comparizione delle parti ed eventuale loro interrogatorio libero anche a mezzo di procuratori speciali, pure al fine di esperire un tentativo di conciliazione, per trattazione ed eventuale discussione sulle istanze istruttorie,

Il Collegio disponeva che gli originali delle memorie in quattro copie ed i documenti in tre copie fossero depositati, entro le date fissate, presso la sede del Collegio in Milano, Largo Augusto n. 3, entro le ore 18.00

Veniva stabilito che le parti provvedessero, inoltre, allo scambio diretto tra loro, entro le date fissate dal Collegio, di una copia della memoria e di una copia dei documenti e veniva previsto che lo scambio tra le parti e il deposito ai due arbitri di parte potesse avvenire, oltre che mediante il deposito a mani agli indirizzi sopra indicati, anche solo via fax o solo via e-mail, fermo restando che per il rispetto del termine sarebbe valso il deposito presso la sede dell'arbitrato.

Le parti depositavano gli originali degli atti di nomina di arbitro recanti le procure in calce.

* * *

2. Con ordinanza in data 14 novembre 2012, il Collegio, considerato il valore della controversia sottoposta al giudizio arbitrale e ritenuta l'opportunità di richiedere un acconto onorari e fondo spese alle parti per l'opera prestata e da prestarsi, in ragione di metà ciascuna con vincolo di solidarietà tra le stesse, determinava in _____ l'ammontare di tale acconto-fondo.

* * *

3. All'udienza del 28 novembre 2012 erano presenti, per parte _____ l'avv.
e l'avv. _____ per parte _____ nonché il procuratore dott. _____

Il Collegio esperiva il tentativo di conciliazione che non riusciva, non essendo peraltro presente il legale rappresentante della ricorrente. Su concordata istanza delle parti il Collegio fissava alle parti termine fino al 14 gennaio 2013 per memoria di precisazione e integrazione delle istanze istruttorie. Il Collegio fissava l'udienza del 17 gennaio 2013 per la comparizione delle parti ed eventuale loro interrogatorio libero anche a mezzo di procuratori speciali, pure al fine di esperire un nuovo tentativo di conciliazione, per trattazione ed eventuale discussione sulle istanze istruttorie.

* * *

4. All'udienza del 5 febbraio 2013 (a seguito di un rinvio dell'udienza originariamente fissata per il 17 gennaio 2013), comparivano l'avv. _____ per parte nonché il procuratore _____ e l'avv. _____ per parte nonché il procuratore dott. _____.

Il Collegio esperiva nuovamente il tentativo di conciliazione, che non riusciva, e si procedeva all'interrogatorio libero delle parti, che veniva, con il consenso delle stesse, registrato.

Il Collegio Arbitrale, si riservava di decidere sulle istanze istruttorie formulate dalle parti.

* * *

5. A scioglimento della riserva, in data 24 maggio 2013, il Collegio emetteva ordinanza con la quale ammetteva le prove per testi tutte dedotte dalle parti nelle memorie depositate e fissava l'udienza del 10 giugno 2013 ore 15.30 per l'escussione dei testi indicati dalle stesse, disponendo che l'audizione dei testi fosse registrata da apposita società di registrazione.

* * *

6. All'udienza del 3 luglio 2013, a seguito di un rinvio dell'udienza originariamente fissata per il 10 giugno 2013, si procedeva all'assunzione della prova per testi dei sig.ri _____.

L'avv. _____ dichiarava di rinunciare al teste _____ L'avv. _____ non si opponeva.

Il Collegio, fissava quindi l'udienza del 16 luglio 2013 per la prosecuzione della prova testimoniale.

* * *

7. All'udienza del 16 luglio 2013 si concludeva la prova per testi con l'assunzione del teste _____.

L'Avv. _____ insisteva perché fosse disposta CTU.

L'Avv. _____ si opponeva e, in subordine chiedeva che fosse disposta l'integrazione dei quesiti secondo quanto già esposto nelle proprie precedenti difese.

Il Collegio si riservava di decidere.

* * *

8. A scioglimento della riserva assunta, il Collegio, in data 21 novembre 2013, emetteva ordinanza con la quale, ritenuta la causa matura per la decisione, assegnava alle parti i seguenti

7



termini:

fino al 9 dicembre 2013 per il deposito di fogli di precisazione delle conclusioni (da comunicarsi anche solo a mezzo fax o email),

fino al 31 gennaio 2014 per il deposito di comparse conclusionali ,

fino al 21 febbraio 2014 per il deposito di memorie di replica.

Con facoltà di ciascuna parte di richiedere la fissazione di una udienza di discussione orale nei cinque giorni successivi alla scadenza del termine per il deposito delle memorie di replica.

* * *

9. Scambiati gli scritti conclusionali, il Collegio emetteva ordinanza di saldo delle spese del procedimento, fissando in l'ammontare di tale saldo

* * *

6. MOTIVAZIONE

1. Il Collegio chiamato in primo luogo a esaminare le ragioni di nullità dei contratti c.d. derivati stipulati fra e dedotte da quest'ultima, reputa opportuno svolgere un esame congiunto delle doglianze svolte da che riguardano il contenuto dei contratti derivati stipulati con e il rispetto da parte di

degli obblighi di comportamento gravanti sull'intermediario in forza delle disposizioni del TUF e del Reg. Intermediari Consob.

Ciò in quanto, pur articolando diversi tipi di eccezioni e domande – che vanno dalla nullità alla risoluzione del contratto e alla richiesta di risarcimento dei danni subiti – la soluzione delle varie questioni sollevate dipendono, pur in misura diversa, dal contenuto dei contratti e dalle circostanze che ne hanno determinato la stipulazione.

Conviene muovere dalla descrizione di tali contratti e dei dati di fatto e negoziali che ne hanno caratterizzato la conclusione.

In primo luogo va rilevato che tra e è intercorso un contratto quadro in data 1 giugno 2005 (docc.). Tale

contratto si riferiva specificamente all'operatività in strumenti finanziari derivati, che venivano descritti in termini generali, a seconda delle tipologie.

Al punto 2.3. del contratto si legge che *"ai sensi e per gli effetti delle vigenti disposizioni Consob – attualmente 31, 2° comma, della deliberazione 11522/98 – il Compratore dichiara di*

essere in possesso di una specifica competenza ed esperienza in materia di strumenti finanziari e quindi di essere un operatore qualificato. Tale dichiarazione è già stata resa dal Contraente alla Banca, nelle forme previste dalle vigenti disposizioni Conso, con atto a parte". La clausola è approvata anche ex art.1341 e 1342 c.c.

L' _____ sottoscriveva, altresì, una dichiarazione separata di analogo tenore (doc. _____).

Con riferimento all'oggetto del presente procedimento va poi precisato che fra

_____ e _____ sulla base del predetto contratto quadro intercorrevano i seguenti cinque contratti di Interest rate swap (IRS):

- A) 31.5.2005, durata 2 anni, nozionale Euro 1.000.000, IRS con barriera, con prestazione a tasso fisso a carico di _____ con mutamento della prestazione a tasso connotato da variabilità al superamento di una barriera dell'euribor 12 mesi; tasso variabile a carico banca Euribor 6 mesi, risolto in via anticipata il 31.1.2006, con addebito di Euro 12.100 a carico di _____;
- B) 31.1.2006, durata 5 anni, nozionale Euro 1.000.000, con barriera, con prestazione semestrale a tasso fisso a carico di _____ se Euribor 6 mesi inferiore alla barriera o Euribor 6 mesi se uguale o superiore e tasso variabile Euribor a carico Banca se inferiore alla barriera o tasso fisso come da allegata tabella; Up-front a favore di _____ di Euro 12.100, risolto il 13 luglio 2006, con addebito di 14.000 a carico di _____;
- C) 23.2.2006, durata 5 anni, nozionale Euro 1.000.000, prestazione semestrale a tasso fisso da 2,500% a 3,950% crescente nel tempo a carico di _____; prestazione a tasso variabile Euribor 6 mesi a carico della Banca, anch'esso risolto in data 13 luglio 2006;
- D) 13.7.2006, durata 5 anni, nozionale crescente di Euro 2.000.000, con prestazione semestrale a tasso fisso da 3,28% a 4,80% crescente nel tempo e prestazione di tasso variabile Euribor 6 mesi a carico Banca, up-front a favore _____ di Euro 14.400, risolto in data 16.1.2007, con addebito a _____ di Euro 28.400
- E) 16.1.2007, durata 7 anni, nozionale Euro 10.000.000, con prestazione tasso trimestrale fisso in una range diverso nel tempo da 3,88% a 4,050% e tasso _____

9



variabile Euribor 3 mesi se sotto 4,750% e 2,75%, fisso se superiore, con up-front per di Euro 28.400.

* * *

2. Alla luce di tale assetto contrattuale e del contenuto delle singole pattuizioni negoziali, ha rilevato la nullità dei contratti in questione; ha poi dedotto l'inadempimento di ai suoi doveri di comportamento quale intermediario nei confronti del cliente ai sensi dell'art. 21 TUF e del Regolamento Intermediari Consob, facendone discendere, nuovamente, la risolubilità dei contratti stessi e l'obbligo di al risarcimento del danno provocato a

Per ragioni di ordine espositivo, il Collegio muove dall'esame dei rilievi di nullità del contratto diversi dalla violazione degli obblighi di comportamento gravanti, quale intermediario, su e in particolare delle regole sulla stipulazione di operazioni fuori sede, non adeguate e sui doveri informativi nella fase di stipulazione dei contratti (per semplificare: l'argomento ribadito alle pagg. 24 ss. della conclusionale)

In tale prospettiva, va osservato che assume che i contratti di Interest Rate Swap stipulati fra le parti siano da considerare nulli in quanto sarebbero privi di causa concreta, in ragione: per un verso, dell'assenza di una finalità di copertura del rischio di variazione del tasso di interessi e dunque per la loro natura essenzialmente speculativa; per altro verso, della mancanza di un elemento essenziale del negozio, e così segnatamente per mancanza di sinallagma contrattuale difettando nel contratto, alla luce delle sue caratteristiche concrete, l'alea bilaterale e/o l'alea razionale. A quest'ultimo riguardo, in particolare, citando anche recentissime sentenze di merito, afferma che le caratteristiche dei contratti – quali ricostruite

dalla società nell'elaborato da essa prodotto sub doc. n.8 – sarebbero tali da rendere sempre perdente o comunque vincente solo in ipotesi remote nonché da escludere che vi sia una effettiva alea bilaterale. In alternativa – e sulla scorta di una nota pronuncia della Corte d'Appello di Milano – ne risulterebbe comunque un alea non razionale, perché eccessivamente squilibrata e comunque foriera di rischi maggiori dei benefici che ci si poteva attendere *ex ante* dall'operazione, e quindi il contratto non potrebbe sottrarsi all'eccezione di gioco e scommessa, che presupporrebbe appunto un'alea razionale. Infine, sembra sostenere che la mancata comunicazione del *mark to market* dell'operazione in apertura di

contratto e comunque la mancata corresponsione di un *up-front* in linea con un *mark to market* negativo sarebbe tale da integrare uno squilibrio contrattuale suscettibile di rendere nullo il contratto per mancanza di causa.

Vertendosi in tema di nullità del contratto resta estraneo alla decisione della questione il tema della natura o meno di operatore qualificato di _____ ove l'assunto del difetto di causa fosse fondato esso non potrebbe esser escluso dal fatto che _____ possa essere considerato operatore qualificato.

Ciò premesso, il Collegio è consapevole che in molti precedenti giurisprudenziali, in linea generale, si afferma che un contratto derivato sarebbe privo di causa sia quando non assolve alle finalità di copertura che le parti gli avessero assegnato, sia quando le condizioni specifiche del contratto siano tali da porre una delle parti in una condizione di particolare squilibrio.

Tuttavia il Collegio, in linea generale, reputa, anche indipendentemente dalla condivisione delle teorie che affermano la possibilità di riconoscere – nelle ipotesi sopra descritte – una nullità per mancanza di causa degli IRS in oggetto, che nella specie non sia possibile, in linea di fatto, affermare che tali contratti in questione siano da ritenersi, in concreto, caratterizzati dall'inesistenza di una alea o da una alea irrazionale, ovvero che siano riconducibili a una funzione puramente speculativa e non di copertura.

* * *

3. Al fine di esplicitare le ragioni dell'affermazione appena svolta, può muoversi da questo ultimo problema, e cioè dal profilo della questione circa la riconducibilità o meno dei contratti in esame a una funzione speculativa e non di copertura. Al riguardo il Collegio rileva che, pure con qualche incertezza, le risultanze dell'interrogatorio formale e delle prove testimoniali abbiano dimostrato che – nonostante il contratto quadro non prevedesse in via esclusiva la stipulazione di derivati di copertura - come tali i contratti IRS siano stati presentati a _____ da

(v. interrogatorio libero _____ p.6 e 7 ove viene menzionato il legame fra derivati e linee di credito; teste _____ p. 2 trascrizione udienza 3.7.2013; _____ p. 9, trascrizione udienza 3.7.2013, riferite a _____ ma confermate poi per _____).

È comunque certo, per vero, che sul piano astratto la struttura degli IRS stipulati prevede una protezione contro l'ipotesi di un rialzo dei tassi di interesse, e ciò a fronte dell'assunta esistenza di un'esposizione finanziaria a tasso variabile. Sebbene, dunque, il Contratto quadro – come si

11



diceva - non prevedesse espressamente come necessaria tale finalità, dall'atteggiarsi del tipo di operazioni effettivamente poste in essere in attuazione di quel Contratto si può, in linea teorica, ipotizzare che la rilevata, mancata generale univoca destinazione - alla stregua del solo contratto quadro - del rapporto tra la Banca e la parte alla finalità di copertura non abbia implicato, nella specie, una carenza concreta del requisito causale.

Ciò premesso, sembra poi al Collegio che dai dati probatori raccolti in arbitrato pure si può ritenere che tale riferita finalità di copertura fosse quella che

abbiano effettivamente inteso perseguire con la stipulazione degli IRS: risulta, cioè, smentita in fatto l'assenza della funzione di copertura nei contratti nella specie stipulati.

In particolare è agli atti la documentazione - e in particolare quella relativa alla Centrale dei Rischi (doc. n.9) - dalla quale si evince che in capo a

fosse una esposizione debitoria verso il sistema bancario in relazione alla quale era prospettabile una esigenza di copertura dal rischio di aumento dei tassi.

non ha espressamente contestato le risultanze documentali e in particolare che i finanziamenti erogati a e la correlativa esposizione non fosse regolata a tasso variabile: e del resto la stessa

sostiene che la Banca presentasse tali contratti proprio al fine di tutelare dal rischio sui tassi di interesse. Anzi quel che da parte - si veda la testimonianza -

viene presentato come frutto di una sorta di invito/pressione della Banca ad accompagnare (o condizionare) la concessione di linee di credito con un derivato IRS, conferma che tale era l'intento perseguito dalle parti con i contratti in questione.

Il dato che non vi fosse un allineamento perfetto fra nozionale del derivato e esposizione verso non è, del resto, sufficiente a qualificare come

puramente speculativi i contratti derivati in questione e soprattutto non è sufficiente a provare l'assoluta mancanza della causa di copertura. Deve, infatti, ritenersi che l'esistenza della causa di copertura di un IRS non sia direttamente collegata a finanziamenti di pari importo o di identica durata e con il soggetto parte dell'IRS, essendo sufficiente che le parti stipulanti (nella specie in particolare) fossero effettivamente esposte, nel periodo, al rischio di tasso per

importi compatibili con i nozionali esistenti: e di ciò, come si è detto, v'è prova in atti (doc. 9). Potrebbe eventualmente ritenersi che asimmetrie parziali fra nozionali e durata degli IRS, da un parte, e esposizione di dall'altra parte, incidano sulla

valutazione di adeguatezza dell'operazione o su quello della corretta valutazione dei rischi alla stregua delle informazioni fornite a

Tuttavia, una tale notazione non può ritenersi pertinente con il tema della nullità per difetto di causa ma riguarda l'applicazione delle regole di comportamento a carico degli intermediari finanziari. Concerne cioè il problema dell'accertamento di un eventuale mancato corretto adempimento degli obblighi previsti a carico di tali soggetti: circostanza che, appunto, per orientamento della Suprema Corte, condiviso dal Collegio, non provoca la nullità dei contratti stipulati con gli intermediari finanziari.

* * *

4. Il Collegio deve ora affrontare la questione della nullità dei contratti IRS per difetto di causa concreta o per causa illecita, in quanto non idonei ad assolvere alla funzione che le parti hanno voluto loro attribuire.

reputa che nei contratti derivati si abbia mancanza di causa quando la struttura del contratto, alla luce del suo contenuto concreto e dello specifico assetto di interessi nel quale si inserisce, sia tale da eliminare l'alea bilaterale del contratto; ovvero integri un'alea irrazionale.

Come già detto già in linea di fatto – e dunque senza esaminare se le tesi sostenute da siano giuridicamente plausibili – non sembra che le caratteristiche dei contratti in astratto e nel loro concreto contenuto siano tali da integrare le patologie negoziali cui fanno riferimento le sentenze citate a sostegno da

Più precisamente, muovendo dall'assenza o illiceità della causa per assenza di alea bilaterale del contratto, deve dirsi che essa intanto può sussistere in quanto, con valutazione *ex ante*, possa affermarsi che l'assetto concreto del derivato sia tale da eliminare ogni possibilità che una delle parti (nella specie la Banca) possa effettuare delle prestazioni a favore dell'altra: il che significherebbe qui accertare che

fosse parte di un contratto programmaticamente perdente. In base, invece, alla tesi dell'assenza o illiceità della causa per mancanza di alea razionale essa viene ritenuta sussistente, alla luce delle circostanze concrete (sempre da valutarsi *ex ante*) presenti al momento della stipulazione dei contratti, delle condizioni dei contratti stipulati, delle informazioni ricevute in merito al valore dei derivati e dei rischi impliciti, ogniquale volta i derivati implicino un'alea non razionale – nel senso di eccessivamente squilibrata, alla luce degli scenari probabilistici – tale da escludere che essi non perseguano

13



interessi meritevoli di tutela e che non possano pertanto godere dell'esenzione dalla disciplina del gioco e della scommessa prevista dalla legge.

Per vero, già in via astratta, la stessa configurazione dei contratti IRS e la situazione concreta nel quale si innestavano esclude che gli IRS in questione abbiano tali caratteristiche.

Va al riguardo ribadito che è provato in atti (doc. n. 9, _____) che nella sua attività aveva in essere, sia con _____ sia con altre Banche, finanziamenti a tasso variabile e che ragionevolmente le operazioni di cui si controverte avevano funzione di copertura da tale rischio. Quindi ogni valutazione in punto di esistenza di un'alea bilaterale o di un'alea razionale diventa subito problematica quando sia esistente e coerente un rischio da coprire. Infatti, l'assenza di alea, ma anche l'inesistenza di un'alea razionale, dovrebbe passare attraverso la rigorosa dimostrazione che la struttura del contratto si muove in direzione incompatibile con la funzione assegnata al medesimo, ovvero che anche l'astratta compatibilità con la funzione sia tradita da una struttura e modalità di stipulazione che rendano il contratto una "scommessa" non razionale. Questa dimostrazione manca, e non si ritrova nemmeno nella ricostruzione effettuata dalla _____.

A tal riguardo il Collegio osserva che:

- a) la struttura astratta degli IRS – e in modo particolare l'ultimo contratto al quale si ricollegano la maggior parte delle perdite lamentate e che dovrebbe dunque rappresentare un paradigma di assenza di alea bilaterale ovvero di alea razionale – è coerente con un contratto volto a coprire il rischio di variabilità dei tassi secondo lo schema più semplice e cioè la corresponsione di un tasso fisso da parte di _____ a fronte della corresponsione della Banca di un tasso variabile. Non solo: i parametri usati per l'indicazione del tasso variabile sono coerenti con il più semplice e utilizzato degli indicatori, l'Euribor.

E anche la componente di variabilità che caratterizza in alcuni casi tali parametri – legata al sistema delle barriere – è determinata in modo semplice con l'indicazione di un tasso percentuale. L'alea dunque – vuoi con riguardo alla sua esistenza, vuoi con riguardo alla sua razionalità – era chiaramente espressa nei contratti, in modo percepibile e coerente rispetto alla finalità di copertura degli IRS. Essi, nell'ambito delle barriere (quando vi erano), risultano corrispondere al modello più semplice degli IRS (e cioè corresponsione

di tasso fisso da parte di _____ e corresponsione del tasso variabile Euribor da parte della Banca); oltre le barriere, a seconda dei casi, si introduceva una componente di variabilità del tasso da corrispondersi da parte di _____ (i primi IRS) o di rigidità da parte della Banca (l'ultimo IRS). Naturalmente, l'effetto delle barriere riduce l'area della copertura: ma reputa il Collegio che tale riduzione non implichi una scomparsa dell'alea o la renda per definizione irrazionale, dovendosi diversamente ipotizzare che gli unici IRS ammessi sarebbero quelli c.d. *plain vanilla*, il che non è affermato neppure dalla giurisprudenza citata da _____ ;

- b) per quanto possa dubitarsi che effettivamente ciò possa essere valutato nell'ambito di una stima della sussistenza dell'alea bilaterale o razionale, va anche rilevato che i parametri delle prestazioni sotto il profilo qualitativo e quantitativo non appaiono collocati in una soglia tale da provocare una sicura perdita o comunque integrare una scommessa irrazionale nei termini individuati dalla giurisprudenza invocata da _____

In particolare, ai fini della valutazione dell'assenza di causa (e non di adeguatezza o convenienza delle condizioni) non appare condivisibile la tesi di _____ che può trarsi dall'impostazione della più volte richiamata relazione della _____, per cui mancherebbe l'alea nel caso in cui l'operazione – utilizzando l'analisi di scenario, e misurando l'impatto sul derivato della volatilità attesa degli oneri finanziari cumulati – risulti più rischiosa di quella in essere (nella specie l'esposizione debitoria a tasso variabile originaria e poi quella risultante dagli IRS già stipulati), perché porta ad un peggioramento degli oneri finanziari in caso di scenari avversi. Così formulata, la tesi condurrebbe alla nullità del contratto per difetto di causa (e così alla più grave delle nullità) a seconda di una valutazione probabilistica del raffronto del costo del debito che nella stessa relazione della _____ viene descritto secondo scenari, per definizione, aleatori. Introdurre "più rischi e meno benefici", in un contratto aleatorio, non significa né assenza di causa – che si identificherebbe con l'assumere solo rischi e nessun beneficio – né alea irrazionale una volta che il "maggior rischio" e il "minor beneficio" siano ragionevolmente percepibili e dunque assunti come scelta razionale sulla base di parametri chiari e coerenti;

- c) gli IRS in questione, e così in particolare anche l'ultimo, sono stati spesso caratterizzati dalla corresponsione di *up-front* (accredito) in favore di _____ : anche indipendentemente dalla natura o meno di operatore qualificato di _____ ammettendo che nelle successive negoziazioni in molti casi l'*up-front* riconosciuto corrispondeva al pagamento del costo di risoluzione del contratto precedente, tale dato era univocamente segnaletico del fatto che il contratto derivato, rispetto appunto agli scenari attesi, incorporava una aspettativa negativa che dunque era stata assunta – sempre sul piano oggettivo – razionalmente come sussistente *ex ante*;
- d) per almeno due dei derivati oggetto del contenzioso, la stessa _____ nega, anche nella sua prospettiva non condivisibile, che si abbia una "scommessa insensata". Il che sembra contraddire una attitudine della Banca a sottoporre contratti caratterizzati da assenza di alea razionale ed evidenza che, nell'evoluzione dei rapporti con _____ aveva la possibilità di mantenere in essere contratti derivati per i quali era, nella sua stessa ricostruzione, presente un'alea razionale;
- e) in ogni caso – e per quanto ciò possa rilevare sul piano argomentativo, essendo comunque un dato fondato su una valutazione *ex post* – i contratti derivati, e in particolare proprio l'ultimo, hanno dato luogo a pagamenti periodici di differenziali positivi per un non breve periodo (doc. n.10 _____): il che dimostra che ove le condizioni in essere a quel momento fossero rimaste costanti, _____ avrebbe strutturalmente potuto contare su liquidazioni positive. L'alea bilaterale era dunque – per definizione – presente (e ciò è sottolineato anche da alcuna giurisprudenza citata da _____ sulla base di un tale dato), e ne viene contraddetta anche la tesi dell'assenza di alea razionale ove non si dimostri che per definizione si trattava di un esito non riproducibile in futuro;
- f) non può non sottolinearsi come sia corretta la notazione che l'evoluzione avversa a _____ dell'ultimo derivato – sotto il profilo delle liquidazioni periodiche da esso derivanti – contraddica anche lo stesso scenario iniziale previsionale incorporato nell'*up-front* in base al quale si dovrebbe, nella prospettiva di _____ discutere per valutare la tesi dell'alea razionale: infatti, esso è il frutto della brusca caduta del tasso Euribor dopo circa un anno dalla data di stipulazione a ragione della crisi finanziaria e

delle politiche monetarie. Tale scenario, del resto, ha anche condotto a correlativi risparmi sul costo del debito regolato a tasso variabile, dei quali pure si dovrebbe tener conto nella valutazione della tesi dell'alea razionale;

- g) infine, non appare corretta la notazione della rilevanza sotto il profilo dell'assenza di causa (diverso è il discorso sulla sufficienza o correttezza dell'informazione), della mancata comunicazione dal *mark to market* e del margine di intermediazione (mancata comunicazione che appare dimostrata dall'interrogatorio libero del dott.). Da un lato, infatti, i contratti presentavano normalmente, in apertura, una corrispondenza di *up-front* a favore di così segnalando, come detto, un valore potenzialmente negativo del contratto riflesso proprio del *mark to market* stimabile a quel momento. Dall'altro lato, identificare un'assenza di causa concreta, per tale circostanza, rispetto a una finalità di copertura dal rischio tassi, è discutibile. La naturale aleatorietà del contratto derivato è, in sé, compatibile con l'esistenza di condizioni che - su una base previsionale che tenga conto delle migliori informazioni disponibili al momento - implicano, in quel momento, un *mark to market* negativo per una delle parti, incidendo la relativa rilevanza non già sul piano causale, quanto piuttosto, come sottolinea peraltro la stessa sotto il profilo di diversa doglianza, sul piano del valore del contratto e degli eventuali "costi" o "commissioni implicite" ovvero sul diritto di ottenere un "*up front*" correttamente determinato. Dunque, nuovamente, su profili che attengono piuttosto al tenore del rispetto dei doveri di comportamento dell'intermediario nei confronti del cliente - alla luce della disciplina di volta in volta vigente - e non alla causa del contratto.

Ancora e in linea generale, un ipotetico disequilibrio contrattuale, ove anche sussistente, si traduce in vizio di causa solo nel caso in cui contraddica, in concreto, lo schema causale tipico del contratto (e così, p.es., la vendita senza corrispettivo), laddove il disequilibrio iniziale espresso da un *mark to market* negativo non contraddice di per sé la causa contrattuale di un derivato ma, per un verso, riflette la determinazione dell'oggetto del contratto frutto della negoziazione fra le parti (nella specie l'individuazione della soglia di copertura dal rischio) e dunque una vicenda estranea alla causa contrattuale; e, per altro verso, è un dato esso stesso aleatorio e suscettibile di variazione costante. Appare, dunque, non plausibile ritenere che, in

Handwritten signature and initials

difetto di un'attribuzione di un *up front* perfettamente corrispondente al *mark to market* negativo, si dovrebbe ritenere insussistente la causa del contratto.

Infine la stessa identificazione del *mark to market* come valore del contratto – come p.es. correttamente sottolinea Trib. Milano 19 aprile 2011³ – implica l'attribuzione della sua regolamentazione contrattuale all'area della negoziazione che tiene conto anche di variabili soggettive. In altri termini, la ricostruzione dell'esistenza, nella stipulazione di un contratto derivato, di "commissioni implicite" identificate nel *mark to market* negativo non compensato da un adeguato *up front*, va piuttosto impostata in relazione a una serie di variabili tecniche dipendenti anche dalla qualità dei soggetti contraenti (p. es. rischio di credito di controparte).

Nuovamente, allora, il tema tocca più che la causa del contratto – astratta o concreta che sia – l'area della disciplina della negoziazione, e dunque delle regole di comportamento delle parti nel rapporto cliente/intermediario professionale e una ipotetica azione restitutoria dei costi in caso di violazione delle regole applicabili. Ma, in tal caso, rileva il Collegio, in accordo con l'orientamento già citato della Suprema Corte, dalla violazione delle norme di comportamento, e così anche, in ipotesi, quella relativa alla misura o alle informazioni sul *mark to market*, non deriva la sanzione della nullità del contratto ma solo una responsabilità risarcitoria di tipo pre-contrattuale o contrattuale a carico dell'intermediario che le avesse violate (e in caso di inadempimento di non scarsa importanza, la risoluzione del contratto).

* * *

5. Ritenuta non fondata la tesi della nullità dei contratti per difetto o illiceità della causa, il Collegio deve passare a esaminare le doglianze mosse da _____ sul rispetto delle regole di comportamento gravanti su _____

A tal fine il Collegio è tenuto, anzitutto, a determinare se _____ possa esser ritenuto un operatore qualificato.

Come si è sopra osservato _____ ha rilasciato per due volte la dichiarazione di cui all'art.

31 Regolamento Intermediari Consob: una nel contratto quadro, l'altra con documento separato.

La dichiarazione è completa ed è inserita in un contratto quadro specificamente riferito alla stipulazione di contratti derivati così che essa assume, a prima vista, una valenza specifica e non

³ Il c.d. *Mark to Market*, o altrimenti detto *Fair Value*, invece, non può essere considerato l'oggetto del contratto. Si tratta di un valore che viene dato in un certo momento della sua vita ad un derivato, la cui stima involve notevoli aspetti previsionali che di per sé non comporta alcuna giuridica conseguenza sulla posizione delle parti, non si traduce cioè in una perdita monetaria o in un obbligo di pagamento".

generica. Vi è anche, nei singoli contratti di IRS, un richiamo alla clausola del contratto quadro dove veniva resa la dichiarazione.

contesta che tale dichiarazione redatta dalla Banca sul contratto da essa predisposto possa avere il valore che la Banca vorrebbe attribuirle.

Il tema è oggetto di una sterminata casistica giurisprudenziale, nell'ambito della quale sono state sostenute tutte le tesi astrattamente sostenibili. Il Collegio condivide l'orientamento della Suprema Corte in Cass. civ., sez. I, 26-05-2009, n. 12138, la cui massima così recita: *"la semplice dichiarazione, sottoscritta dal legale rappresentante di una società che ha compiuto un'operazione di swap, secondo cui quest'ultima dispone della competenza ed esperienza richiesta in materia di operazioni in valori mobiliari, in assenza di elementi contrari emergenti dalla documentazione già in possesso dell'intermediario finanziario, esonera l'intermediario stesso dall'obbligo di ulteriori verifiche sul punto e costituisce argomento di prova che il giudice può porre a base della propria decisione, in ordine al riconoscimento della natura di operatore qualificato e all'accertamento della diligenza prestata dall'intermediario"*.

La sentenza ha così, correttamente, ad avviso del Collegio, affermato che la dichiarazione crea, per l'intermediario, un ragionevole affidamento nella qualità di operatore professionale del cliente che può esser vinto solo dalla dimostrazione dell'effettiva e preventiva conoscenza, da parte dell'intermediario, dell'assenza di tale qualità.

Alla luce di tale principio, reputa il Collegio che potesse ragionevolmente fare affidamento sulla veridicità della dichiarazione, sia in occasione della sottoscrizione del contratto quadro, sia della sottoscrizione degli IRS sino all'ultimo del 2007.

Essa infatti non solo non disponeva di elementi documentali contrastanti, ma poteva essere confortata in tale affidamento dai seguenti elementi di fatto:

- a) risulta dimostrato che aveva posto in essere altri contratti con altre Banche in ambiti temporali prossimi alle operazioni con (v. l'interrogatorio formale dell' e la testimonianza ove sono state confermate anche per le circostanze di fatto già dedotte per
- b) Il fatto che in alcuni passaggi testimoniali (v. teste sempre in sede di conferma per i dichiarazioni rese per i evince che dava autonoma informativa sin dall'inizio all'azionista di riferimento della necessità di porre in essere gli

strumenti finanziari derivati, dato che evidenzia comunque una consapevolezza della natura particolare di tali operazioni e della discussione interna che avvenne sulla loro conclusione e rinegoziazione;

- c) per quanto non svolga attività nel settore finanziario, non è società di piccole dimensioni o amministrata da soggetti all'evidenza inesperti o sprovvisti, e appartiene a un gruppo di rilievo. Rileva, oltre alle dimensioni patrimoniali e del fatturato, il fatto che l'organizzazione amministrativa prevedesse sia un direttore finanziario di comprovata esperienza che partecipava, con l' , sistematicamente alle riunioni, sia un ufficio legale interno, che svolse (v. testimonianza) anche funzione consultiva in occasione della stipulazione dei derivati in questione;

- d) Le risultanze documentali (v. doc. n. 19,) e testimoniali hanno rivelato che la negoziazione degli IRS non avveniva secondo modalità incoerenti – e quindi che avrebbero dovuto contraddire il ragionevole affidamento sulla dichiarazione di operatore qualificato – con la natura di operatore qualificato. In particolare, le operazioni venivano illustrate, discusse e, soprattutto, non concluse in via automatica all'atto della loro presentazione, ma erano oggetto di una disamina interna alla società che, come pure è emerso dalle risultanze testimoniali, aveva anche portato al rifiuto di stipulare contratti proposti da , ovvero formato oggetto di scelta comunicata direttamente da per alla Banca, come frutto di una decisione autonoma e successiva alle proposte della Banca;

In definitiva, tali ragioni portano il Collegio a concludere che non fosse tenuta all'osservanza delle regole di comportamento previste per la clientela *retail*, atteso che non sono emersi elementi tali da raggiungere la dimostrazione positiva del fatto che la Banca fosse in possesso di dati documentali che contraddicevano il ragionevole affidamento creato dalla dichiarazione, e ciò in applicazione dei principi di diritto affermati dalla Suprema Corte e che il Collegio, come anticipato, reputa corretti (e che ovviamente sono meno stringenti della prova positiva della veridicità della dichiarazione).

Non appare al Collegio neppure fondata la contestazione mossa alla Banca sull'invalidità della dichiarazione per l'affermata omessa spiegazione sul significato della dichiarazione di operatore qualificato; a parte il rilievo che la dichiarazione in questione non poteva dirsi eccessivamente

generica, è corretto osservare – al di là del limitato valore probatorio delle dichiarazioni dell'

sul punto – che la società ha condotto in generale le contrattazioni con un rilevante grado di autonomia e aveva la possibilità di apprezzare, usando una diligenza che poteva essere richiesta a una società che apparteneva a un gruppo di rilievo con una rilevante struttura organizzativa, la portata della dichiarazione.

Tale conclusione comporta, per conseguenza, che le doglianze relative alla violazione degli artt. 26 ss. del Regolamento Intermediari Consob – e in particolare quelle svolte in relazione agli artt. 27,28,29 del medesimo regolamento – non possano in via preliminare trovare accoglimento né fondare una domanda risarcitoria o di risoluzione dei contratti in questione. Pure non può trovare accoglimento ogni doglianza – peraltro anche in fatto non assistita da adeguata dimostrazione – relativa alla violazione delle regole sull'offerta fuori sede che avrebbe comportato la nullità del contratto.

* * *

6. tuttavia, ha anche fatto valere richieste risarcitorie inerenti la violazione dell'art. 21 TUF, applicabili anche all'operatore qualificato; ed effettivamente il Collegio reputa che anche nei confronti dell'operatore qualificato e, in particolare, verso chi si dichiara tale e non appartenga alle categorie per le quali il Regolamento Intermediari Consob fissa in via diretta la qualifica di operatore qualificato, vada svolta la verifica del rispetto dei principi generali di cui all'art. 21 TUF e, più in generale, del principio di buona fede nell'esecuzione del contratto e di lealtà nell'adempimento di compiti fiduciari. E debba, conseguentemente, essere vagliato se e in che misura le perdite che il cliente (pur ritenuto operatore qualificato) subisce possano essere imputabili alla violazione di tali doveri.

Reputa il Collegio che le doglianze di _____ al riguardo, non siano meritevoli di esser accolte, tenuto conto della dichiarazione di operatore qualificato di _____ e della caratteristiche di non particolare complessità delle operazioni IRS di cui si discute.

Per quanto, infatti, le operazioni in questione, non rispondendo a canoni standardizzati, sono al momento della loro contrattazione, per così dire, adattate alle esigenze del cliente con un intervento che potrebbe definirsi anche di tipo consulenziale (come di recente sottolineato proprio per il caso dei derivati otc dalla Raccomandazione Consob 2 marzo 2009), non sembra che possa

21



ravvisarsi in fatto una violazione dei doveri di buona fede e di lealtà nell'adempimento dei doveri fiduciari dell'intermediario.

In particolare, sotto il profilo della coerenza fra il nozionale dei contratti derivati e l'esposizione debitoria di _____ va rilevato che proprio la documentazione che

ha prodotto per evidenziare la sussistenza di una esposizione finanziaria a tasso variabile di _____

– esposizione che consentiva di poter riconoscere una situazione nella quale correva un rischio di oscillazione dei tassi di interesse che gli IRS potevano coprire – mostra che, pur non essendovi una perfetta coincidenza fra nozionale e esposizione verso _____ – peraltro sussistente in occasione dell'ultimo IRS - il rapporto fra

nozionale e complesso dell'indebitamento di _____ è stabilmente superiore, e rappresenta, a seconda che si consideri il fido accordato o utilizzato, un rapporto, che va da un minimo di circa 1 a tre a un massimo di 1 a sei.

La struttura non particolarmente complessa degli IRS e dei parametri di determinazione delle prestazioni, consente al Collegio di ritenere che fosse percepibile da parte di _____ il rischio insito in tali parametri (e così l'area di copertura che tali parametri consentivano). Le risultanze documentali e testimoniali (anche da parte dei testimoni citati da _____) confermano sia il fatto che la stipulazione dei contratti era stata preceduta da illustrazione o comunicazione dei dati essenziali, sia il fatto che comunque si erano svolte autonome valutazioni che avevano condotto anche al rifiuto di alcune proposte che la società aveva ritenuto non convenienti, e ciò è evidente proprio nel caso di _____ (v. doc. n.19).

Anche se non è emerso dalle deposizioni testimoniali che fosse stato evidenziato lo specifico tema della adeguatezza e della coerenza delle operazioni IRS in relazione all'esposizione debitoria a tasso variabile di _____ che pure avrebbe dovuto – almeno in linea teorica – rappresentare il punto di partenza di ogni rappresentazione al cliente del fatto che tali operazioni potevano svolgere una funzione utile nell'interesse del cliente (che è cosa diversa dall'apprezzabilità delle caratteristiche oggettive del contratto), la netta congruità di tale rapporto permette di non ritenere rilevante, sotto il profilo della violazione del precetto della buona fede nell'esecuzione del contratto e della lealtà dell'adempimento dell'incarico fiduciario, il comportamento complessivamente tenuto dalla Banca

Va poi considerato il fatto che – come riconosciuto nell'interrogatorio libero del rappresentante della Banca – la Banca non desse alcuna informazione a _____ in merito al *mark to market* ovvero al margine di intermediazione.

Al riguardo, il Collegio reputa che, vertendosi in una contrattazione con operatore qualificato e per conto proprio, fra Banca e cliente non esistesse, almeno all'epoca della stipulazione del contratto quadro e degli IRS, un obbligo di comunicazione del *mark to market* ovvero dei costi di intermediazione.

L'art. 32, c.5, Reg. Intermediari, infatti, nell'indicare le informazioni sull'operazione di negoziazione per conto proprio che l'intermediario deve fornire al cliente, così prevede: "nella prestazione del servizio di negoziazione per conto proprio gli intermediari autorizzati comunicano all'investitore, all'atto della ricezione dell'ordine, il prezzo al quale sono disposti a comprare o a vendere gli strumenti finanziari ed eseguono la negoziazione contestualmente all'assenso dell'investitore; sul prezzo pattuito non possono applicare alcuna commissione".

Come scrive la Consob nella Comunicazione 99014081 dell'1 marzo 1999, contrapponendo negoziazione per conto proprio e per conto terzi: *"la diversa natura economica del servizio di negoziazione per conto proprio rispetto alla negoziazione per conto terzi si riflette nelle modalità attraverso cui il servizio viene pagato: il dealer infatti lucra sugli spread applicati (differenza fra il prezzo cui è disposto a vendere e il prezzo cui è disposto a comprare) che devono remunerare, oltre i costi diretti relativi alle transazioni, il rischio di mercato insito nelle posizioni assunte, rischio che il broker non sostiene"*.

Di questa differenza fra negoziazione per conto terzi e per conto proprio, la Consob esprime le conseguenze sul piano del contenuto degli obblighi di trasparenza del *dealer* nei confronti con il cliente.

La risposta è formulata in questi termini - nella ora indicata Comunicazione e di seguito al periodo appena riportato: *"Le norme regolamentari vigenti riflettono le diversità suddette. Nel caso del dealer la trasparenza è raggiunta richiedendo la comunicazione preventiva del prezzo a cui l'intermediario è disposto a negoziare. Da quanto sopra si comprende come il divieto di aggiungere commissioni al prezzo preventivamente pattuito previsto nell'art. 32 comma 5 del Regolamento Consob abbia la funzione di tutelare il cliente"*.

23 



Solo il cliente *retail* godeva poi della tutela del principio della c.d. *best execution*, del resto non applicabile nelle operazioni ote, come quelle in esame. Non però l'operatore qualificato che, proprio in ragione di tale sua qualità, non solo non veniva considerato destinatario di obblighi informativi basati sulla constatazione di una "asimmetria informativa" rispetto all'intermediario che viene ritenuta insussistente, ma è anche ritenuto un soggetto in grado di valutare autonomamente le condizioni di prezzo migliori per l'acquisto o la vendita di uno strumento finanziario che l'intermediario con il quale contratta negozia per conto proprio e ricercare prezzi o condizioni migliori.

Non è dunque possibile, in questo quadro, costruire uno specifico obbligo informativo del *mark to market* o del costo di intermediazione ex art. 21 TUF in via sostitutiva della disciplina regolamentare. Allo stesso tempo l'indicazione del *mark to market* ovvero del "costo" o "margine" di intermediazione che sarebbe in esso implicito non si può considerare un'informazione dovuta all'operatore qualificato, neppure ai sensi delle c.d. clausole generali fissate nell'art. 21 TUF.

Ciò è confermato indirettamente anche dalla normativa post-Mifid e dalla stessa raccomandazione Consob del 2 marzo 2009 che quando raccomanda la comunicazione del *mark to market* sin dall'inizio del contratto lo fa solo con riguardo alla clientela *retail* e ai fini di individuazione di un valore di smobilizzo del contratto in caso di sua risoluzione e non come indicatore del costo di intermediazione ovvero del "costo implicito" o "commissione implicita del contratto".

Ne viene che, in linea di principio, il silenzio sul *mark to market* serbato da

non è di per sé violativo né di obblighi di informazione specifica, né dei doveri ex art. 21 TUF.

Le domande di verso la Banca, dunque, non possono essere accolte.

* * *

7. Alla luce di quanto esposto il Collegio reputa superflue, perché irrilevanti, le istanze istruttorie delle parti non accolte durante il procedimento. In ragione della natura della vicenda e della materia complessa e caratterizzata da numerosi contrasti giurisprudenziali, il Collegio reputa equo disporre la integrale compensazione delle spese legali e di seguire il principio della

