



**REPUBBLICA ITALIANA**

**IN NOME DEL POPOLO ITALIANO**

**La Corte d'Appello di Brescia, Sezione Prima civile, composta dai Sigg.:**

**Dott. Giuseppe Magnoli**

**Presidente**

**Dott. Cesare Massetti**

**Consigliere**

**Dott.ssa Vittoria Gabriele**

**Consigliere rel.**

ha pronunciato la seguente

**S E N T E N Z A**

nella causa civile n. 661/2020 R.G. promossa con atto di citazione notificato  
in data 29 luglio 2020 e **posta in decisione all'udienza collegiale del 13  
marzo 2024**

d a

[REDACTED]

[REDACTED] con il patrocinio degli Avv.ti [REDACTED]

[REDACTED] ed elettivamente domiciliata

presso lo studio di questi ultimi;

**APPELLANTE**

c o n t r o

[REDACTED] con il patrocinio degli avv.ti

[REDACTED];

R. Gen. N.

661/2020

**OGGETTO:**  
intermediazione  
mobiliare - fondi  
di investimento,  
gestione  
risparmio, etc.  
Codice: 14623



**APPELLATA**

In punto: appello a sentenza del Tribunale di Bergamo, pubblicata in data 26 giugno 2020, n. 825/2020.

**CONCLUSIONI****Dell'appellante**

*“In riforma e/o in annullamento della sentenza impugnata n. 825/2020 resa dal Tribunale di Bergamo il 27 maggio 2020, depositata il 26 giugno 2020, resa all’esito del giudizio di primo grado rubricato al n. 3779/2017 R.G., notificata in data 30 giugno 2020, contrariis reiectis così giudicare: 1. in via preliminare: dichiarare l’intervenuta prescrizione delle domande di annullamento e di responsabilità precontrattuale formulate da ██████ nel corso del giudizio di prime cure; 2. in via principale: accertare e dichiarare la piena validità ed efficacia dei due contratti di interest rate cap sottoscritti dall’appellata ██████ e, per l’effetto, rigettare tutte le domande e le richieste formulate dalla convenuta appellata ██████ in quanto inammissibili, improponibili e comunque infondate, in fatto e in diritto, per i motivi tutti di cui in atti; 3. in subordine: (i) nella denegata ipotesi in cui ritenga ██████ (già ██████) tenuta al pagamento, a qualsivoglia titolo, di somme di denaro in favore della società attrice ██████, ridurre l’importo da corrispondere alla società attrice ██████ secondo i criteri indicati in atti, disponendo le opportune compensazioni con le eventuali somme corrisposte da ██████ (già ██████) a ██████ in virtù dei contratti derivati oggetto di*



causa; (ii) accertare e dichiarare la sussistenza del concorso di colpa in capo a [REDACTED] ai sensi dell'art. 1227 c.c., nella causazione dei pretesi danni e, conseguentemente, escludere ovvero ridurre l'entità del pagamento in favore della medesima nella misura che sarà ritenuta di giustizia; 4. in via istruttoria: (i) rigettare tutte le avverse istanze istruttorie che dovessero essere riproposte dalla controparte; (ii) (b) nella denegata e non creduta ipotesi di accoglimento dell'istanza di consulenza tecnica si chiede comunque che il quesito sottoposto al nominando Consulente sia il seguente: "Esaminati gli atti e i documenti di causa nonché la documentazione resa eventualmente disponibile dalla parti nel corso della consulenza: a) accerti la natura di copertura dei contratti di interest rate cap oggetto di causa; b) descriva le caratteristiche dei contratti derivati e dica se i contratti, tenuto conto della situazione finanziaria dell'attrice (e, in particolare, della sua esposizione debitoria) fossero, all'epoca della conclusione, compatibili con finalità di copertura dal rischio di variazione dei tassi di interesse". 5. in ogni caso: dichiarare tenuta e condannare [REDACTED], in persona dei legali rappresentanti pro tempore, al pagamento di tutte le spese, competenze ed onorari, oltre IVA e CPA, del presente procedimento e del procedimento di primo grado e, in ogni caso, al rimborso della somma di euro 371.843,28 corrisposta dalla Banca all'esito del giudizio di primo grado e in esecuzione della Sentenza qui impugnata".

### **Della appellata**

"In via principale: - rigettare l'impugnazione proposta da [REDACTED]"



██████████ e, in ogni caso, respingere tutte le domande ed istanze, anche cautelari, formulate ex adverso stante l'infondatezza delle doglianze sia in fatto che in diritto per i motivi esposti nel presente atto e per l'effetto confermare la condanna di ██████████ al pagamento, già eseguito, in favore di ██████████ della somma "343.400,00, oltre interessi al tasso legale data di notificazione da parte della società attrice della domanda di mediazione al saldo effettivo (cfr. pagina 11 sentenza impugnata, All. B). In via subordinata: - nella denegata e non creduta ipotesi in cui non si dovesse ritenere la mancata indicazione del mark to market o del relativo metodo di calcolo un elemento necessario del contratto ai fini della sua validità, accertare e dichiarare la nullità del Contratto Quadro e degli Interest Rate Cap sottoscritti da ██████████ ██████████ ovvero accertare e dichiarare il grave inadempimento di ██████████ per tutte le ragioni spiegate in atti e nel giudizio di primo grado e per l'effetto, confermare la condanna di ██████████ al pagamento, già eseguito, in favore di ██████████ della somma di € 343.400,00, oltre interessi al tasso legale data di notificazione da parte della società attrice della domanda di mediazione al saldo effettivo (cfr. pagina 11 sentenza impugnata, All. B). In ogni caso: con vittoria di spese, competenze e onorari di lite del presente grado di giudizio e conferma della vittoria del giudizio di primo grado".

### SVOLGIMENTO DEL PROCESSO

1. ██████████ ha adito il Tribunale di Bergamo,



chiedendo: la declaratoria di nullità dell'accordo quadro e dei contratti di *interest rate cap* conclusi con [REDACTED] in data 28 gennaio 2011 e 4 marzo 2011, per difetto di forma ai sensi dell'art. 23 T.U.F., per violazione dell'art. 30 co. 6 T.U.F. o per mancata indicazione da parte dell'intermediario finanziario dei valori di *mark to market*, del modello matematico di *pricing* e degli scenari probabilistici inerenti all'andamento del tasso Euribor; in subordine, ha chiesto l'annullamento dei contratti derivati, la condanna della parte convenuta a titolo di responsabilità precontrattuale; in via ulteriormente subordinata, l'accertamento della violazione dell'art. 23 co. 2 T.U.F.; in ogni caso, con condanna della parte convenuta alla restituzione della somma corrisposta sulla base dei titoli in oggetto.

2. Si è costituita in giudizio [REDACTED], chiedendo il rigetto delle domande.

3. Con sentenza n. 661/2020, pubblicata in data 26 giugno 2020, il Tribunale di Bergamo ha dichiarato la nullità dei contratti di *interest rate cap* in oggetto per difetto di causa ex art. 1418, comma 2, c.c. e comunque per difetto di meritevolezza ex art. 1322 c.c.; per l'effetto, ha condannato la Banca a corrispondere in favore dell'attrice la somma di € 343.400,00, oltre interessi al tasso legale dalla data di notificazione della domanda di mediazione al saldo effettivo.

1.1. In particolare, il Giudice ha ritenuto che:

- le operazioni di *interest rate cap* siano associabili alle scommesse autorizzate, le quali, per poter essere ritenute meritevoli di tutela, debbono



avere carattere razionale e, quindi, essere strutturate in modo tale da consentire a entrambe le parti di valutare il rischio sotteso ai contratti in oggetto;

- nel caso di specie, la banca non abbia comunicato il valore del *mark to market*, il relativo modello di calcolo e gli scenari probabilistici dell'andamento atteso del tasso Euribor e ciò ha inciso negativamente sulla razionalità dell'alea giuridica e ne ha precluso la misurabilità.

2. Avverso la predetta sentenza ha proposto appello [REDACTED]  
[REDACTED], sulla scorta di un unico e articolato motivo.

3. Si è costituita in giudizio [REDACTED] che ha chiesto il rigetto del gravame.

4. All'udienza del 13 marzo 2024, sostituita dal deposito di note scritte *ex art.* 127 *ter* c.p.c., i procuratori delle parti hanno precisato le conclusioni come trascritte in epigrafe e la causa è stata posta in decisione.

4.1. Con ordinanza depositata in data 10 settembre 2024 il Collegio rimesso la causa sul ruolo in quanto ha ritenuto necessario disporre consulenza tecnica d'ufficio al fine di:

<<a) accertare se nei contratti intercorsi tra le parti siano stati oggetto di trasparente rappresentazione al cliente i costi, i margini ed i valori inerenti le operazioni di acquisto dei derivati;

b) accertare se l'omessa indicazione, evidenziata in sentenza, della formula di calcolo del *mark to market* e dei criteri di *pricing* abbia determinato, in



un'ottica *ex ante*, la impossibilità per la cliente di un'adeguata e consapevole rappresentazione degli scenari probabilistici di mercato esistenti al tempo della trattativa e dell'acquisto dei derivati e, in relazione ad essi, delle *chance* di operatività della copertura del rischio di aumento del tasso variabile oltre il 4,5% >>.

4.2. A seguito del deposito della relazione del consulente d'ufficio, alla udienza del 17 settembre 2025 i procuratori delle parti hanno precisato le conclusioni trascritte in epigrafe e la causa è stata nuovamente posta in decisione.

### MOTIVI DELLA DECISIONE

1. Con l'unico motivo di gravame l'appellante lamenta che il Tribunale abbia estrapolato alcuni passaggi motivazionali della sentenza n. 8770 del 12 maggio 2020 emessa dalla Corte di Cassazione a Sezioni Unite, riguardante contratti derivati conclusi da enti pubblici, e li abbia applicati acriticamente alle operazioni finanziarie oggetto di causa.

Inoltre, ritiene indimostrato che gli strumenti finanziari derivati siano una forma di scommessa e evidenza, a riguardo, che di tale qualificazione giuridica non vi è traccia nella normativa di settore e negli atti ad essa preparatori.

Tale tesi non è comunque applicabile al caso di specie, atteso che [REDACTED] ha concluso tali operazioni, non per finalità ludiche, ma per cautelarsi dall'oscillazione dei tassi di interesse, qualora questi avessero superato lo *strike cap*.



L'appellante rileva inoltre che il requisito della razionalità non è richiesto dal legislatore e che lo stesso non si riferisce all'alea in sé, ma ai contraenti, che devono essere informati circa il rischio che assumono concludendo il contratto: la Banca lo è per definizione perché ha stabilito i termini del contratto; l'investitore lo diventa se la Banca gli comunica tutte le informazioni necessarie.

Dunque, richiedendo la razionalità dell'alea, la decisione impugnata mira a trasformare un obbligo informativo da obbligo di condotta (come tale, assistito esclusivamente da sanzioni di tipo risarcitorio) a elemento necessario del contratto, la cui mancanza determina la nullità.

L'appellante si duole altresì del fatto che gli obblighi informativi, il cui assolvimento renderebbe il contratto razionale, vengano ingiustificatamente tipizzati, come se appartenessero a un numero chiuso.

Nota, a riguardo, che gli elementi che secondo il Tribunale essa avrebbe dovuto comunicare sono informazioni di dubbia utilità, la cui indicazione peraltro non è ritenuta necessaria dalla normativa di riferimento.

Quanto alla comunicazione del *mark to market*, l'appellante lamenta che il provvedimento impugnato sia profondamente errato e contraddittorio.

Nel caso di specie, essa ha comunicato a [REDACTED] il *fair value*, che è ancora più indicativo del mero *mark to market*, attraverso l'esplicitazione del valore e dei costi relativi agli strumenti finanziari derivati, che includevano il predetto *fair value* e il presunto valore di smobilizzo, nei moduli d'ordine del primo e del secondo *cap*. Dunque, è documentalmente provato che [REDACTED] fosse in grado di conoscere, al momento della negoziazione, il valore assunto



dal primo e dal secondo *cap.*

Inoltre, deduce che, nel caso di specie, il valore di mercato consiste in una sorta di simulazione giornaliera di chiusura della posizione contrattuale e di stima probabilistica del rapporto di debito e credito fra le parti che non si traduce in una perdita monetaria o in un obbligo di pagamento in favore della banca. Pertanto, esso attiene all'oggetto del contratto, non alla causa come sostenuto dal Tribunale.

Quanto alla comunicazione della formula di calcolo del *mark to market*, l'appellante evidenzia che non è richiesta da alcuna norma giuridica e non incide sulla razionalità dell'alea, trattandosi di una stringa di numeri inaccessibile ai più, che necessita oltretutto di essere alimentata con dati e quotazioni non di dominio pubblico.

Osserva, poi, che l'eventuale sussistenza di un margine di intermediazione nei contratti non incide sulla causa contrattuale o sulla validità del contratto derivato e che l'applicazione di commissioni, laddove dimostrata, è un'operazione lecita: infatti, si tratta sovente dei costi di copertura o di *hedging* o di *mark up*, che però essa ha comunicato alla cliente.

La mancata segnalazione di questi costi impliciti concerne una mera questione di trasparenza, in un contesto normativo e regolamentare che non richiedeva, all'epoca dei fatti, alcuna specificazione analitica dei costi.

Quanto all'omessa comunicazione degli "scenari probabilistici", l'appellante rileva che questi non sono mai definiti in sentenza e la loro indicazione non è richiesta da nessuna norma giuridica.

Riguardo alla natura giuridica delle operazioni oggetto di controversia, rileva



l'appellante che la tesi accolta dal Tribunale di Bergamo è stata respinta a più riprese dalla giurisprudenza e che la sentenza impugnata si fonda esclusivamente su precedenti riguardanti contratti di *interest rate swap*, diversi dai contratti di *interest rate cap* negoziati da [REDACTED].

Evidenzia che i contratti in oggetto prevedono la corresponsione unicamente di un premio determinato e non vi è, né vi può essere alcun esborso futuro; dunque, una volta corrisposto il premio, viene meno il concetto stesso di alea.

Al momento della conclusione del derivato, l'investitore è perfettamente in grado di predeterminare l'esatto ammontare che deve corrispondere e di valutare la convenienza delle operazioni, al fine di ottenere la copertura richiesta; non si ravviserebbe, dunque, alcun contenuto omesso.

Inoltre, sostiene che nel corso del giudizio, è stato provato che [REDACTED] ha scelto autonomamente un livello di *strike cap* più alto rispetto a quelli inizialmente prospettati dalla Banca in modo da pagare un premio di importo più contenuto. Pertanto, la presunta omissione non può aver inciso negativamente sulla razionalità dell'alea giuridica e non può aver precluso la misurabilità di essa.

In riferimento alla causa dei contratti in questione, l'appellante censura l'assunto del primo Giudice secondo il quale la causa del *cap* <<risiede in una scommessa che ambo le parti assumono>>, e sostiene che la causa è ravvisabile nell'assunzione, per finalità di lucro, del rischio di aumento dei tassi di interesse variabili a fronte del pagamento di un premio. Deduce che il fatto che il concedente sia esposto al rischio di variazione dei tassi d'interesse in quanto convenuti in misura variabile, non rileva ai fini della



causa del contratto, ma al più quale motivo e che la esistenza della finalità di copertura delle due operazioni è ricavabile dai seguenti elementi: dal nozionale in quanto i contratti replicano l'indebitamento dei rispettivi contratti di leasing; dal parametro d'indicizzazione pari all'Euribor a tre mesi; dal meccanismo del *cap* per cui, a fronte del pagamento del premio, la società si sarebbe cautelata dall'eventuale rialzo del tasso d'interesse oltre una determinata soglia e avrebbe beneficiato di differenziali positivi in grado di neutralizzare tale aumento. Sicché, attesa l'elevata correlazione “*tra le caratteristiche tecnico-finanziarie (scadenza, tasso d'interesse, tipologia, etc.) dell'oggetto della copertura e dello strumento finanziario utilizzato a tal fine*”, i due contratti derivati sono, a suo giudizio, meritevoli di tutela ai sensi dell'art. 1322 cod.civ. e ciò in ossequio al principio di diritto espresso dalla Corte di Cassazione nella sentenza n. 19013/2017 di cui lamenta la mancata applicazione.

2. Nella nota pronuncia a Sezioni Unite (n. 8770/2020) correttamente richiamata dal Tribunale, sono stati espressi una serie di principi di diritto che, in sintesi, qui di seguito si riportano.

<<L’*“interest rate swap”* è un contratto derivato, le cui caratteristiche sono:

a) è *“over the counter”*, vale a dire ha un contenuto fondamentale non eteroregolamentato, ma deciso dalle parti sulla base delle specifiche esigenze dell'interessato; b) è non standardizzato e, quindi, non destinato alla circolazione, essendo privo del requisito della cd. negoziabilità; c) l'intermediario è in una situazione di naturale conflitto di interessi poiché, assommando le qualità di offerente e consulente, è tendenzialmente



controparte del proprio cliente. Elementi essenziali di tale derivato sono la data di stipulazione, quelle di inizio di decorrenza degli interessi, di scadenza e di pagamento, nonché il capitale di riferimento (cd. nozionale) ed i diversi tassi di interesse ad esso applicabili>>.

<<La causa dell’*“interest rate swap”*, per la cui individuazione non rileva la funzione di speculazione o di copertura in concreto perseguita dalle parti, non coincide con quella della scommessa, ma consiste nella negoziazione e monetizzazione di un rischio finanziario, che si forma nel relativo mercato e che può appartenere o meno alle parti, atteso che tale contratto, frutto di una tradizione giuridica diversa da quella italiana, concerne dei differenziali calcolati su flussi di denaro destinati a formarsi durante un lasso temporale più o meno lungo ed è espressione di una logica probabilistica, non avendo ad oggetto un’entità specificamente ed esattamente determinata>>.

<<In tema di *“interest rate swap”*, occorre accertare, ai fini della validità del contratto, se si sia in presenza di un accordo tra intermediario ed investitore sulla misura dell’alea, calcolata secondo criteri scientificamente riconosciuti ed oggettivamente condivisi; tale accordo non si può limitare al “mark to market”, ossia al costo, pari al valore effettivo del derivato ad una certa data, al quale una parte può anticipatamente chiudere tale contratto od un terzo estraneo all’operazione è disposto a subentrarvi, ma deve investire, altresì, gli scenari probabilistici e concernere la misura qualitativa e quantitativa della menzionata alea e dei costi, pur se impliciti, assumendo rilievo i parametri di calcolo delle obbligazioni pecuniarie nascenti dall’intesa, che sono determinati in funzione delle variazioni dei tassi di interesse nel tempo>>.



Con particolare riferimento alla questione dell'alea razionale e dell'indicazione o deducibilità del “*mark to market*” in detti contratti, le Sezioni Unite hanno ritenuto che: <<per MTM s'intende principalmente la stima del valore effettivo del contratto ad una certa data (anche se, in astratto, il *mark to market* non esprime un valore concreto ed attuale, ma una proiezione finanziaria). Il *mark to market* è, dunque, tecnicamente un valore e non un prezzo, una grandezza monetaria teorica calcolata per l'ipotesi di cessazione del contratto prima del termine naturale. Più precisamente è un metodo di valutazione delle attività finanziarie che si contrappone a quello storico o di acquisizione attualizzato mediante indici di aggiornamento monetario, che consiste nel conferire a dette attività il valore che esse avrebbero in caso di rinegoziazione del contratto o di scioglimento del rapporto prima della scadenza naturale>>. La Suprema Corte ha ritenuto indispensabile ai fini della validità del contratto l' <<accordo tra intermediario ed investitore sulla misura dell'alea, calcolata secondo criteri scientificamente riconosciuti ed oggettivamente condivisi>> richiedendo che esso riguardi non solo il “*mark to market*”, ossia al costo, pari al valore effettivo del derivato ad una certa data, al quale una parte può anticipatamente chiudere tale contratto od un terzo estraneo all'operazione è disposto a subentrarvi, ma anche gli scenari probabilistici e la misura qualitativa e quantitativa dell'alea e dei costi, pur se impliciti <<assumendo rilievo i parametri di calcolo delle obbligazioni pecuniarie nascenti dall'intesa, che sono determinati in funzione delle variazioni dei tassi di interesse nel tempo>>.



Le questioni relative all'indicazione del *mark to market*, alla sua formula di calcolo, agli scenari probabilistici e alla misura dell'alea sono state riprese successivamente dalla Suprema Corte (Cass. n. 21830/2021, parte motiva):

<<la non pattuizione del *mark to market* incide sulla validità del contratto, riguardando o la causa o l'oggetto dello stesso; peraltro, la sua determinazione è piuttosto complessa, tanto che ne esistono vari criteri alternativi... La menzionata pronuncia delle Sezioni Unite... richiama... il principio della necessaria sussistenza di alea "razionale", intesa come "misurabile", in quanto funzionale alla finalità di "gestione del rischio" ritenuta sottesa a tali strumenti finanziari: "razionalità" ravvisabile, in concreto, laddove siano esplicitati - e condivisi in accordo con l'investitore - gli elementi che consentono di conoscere la "misura dell'alea, calcolata secondo criteri scientificamente riconosciuti e oggettivamente condivisi", tramite l'esplicitazione dei costi impliciti - che determinano uno squilibrio iniziale dell'alea -, del *mark to market* e, soprattutto, dei cd. "scenari probabilistici"... il concetto viene ripreso successivamente con specifico riguardo alla "determinatezza (o determinabilità) dell'oggetto del contratto", affermandosi... che "...la validità dell'accordo va verificata in presenza di un negozio (tra intermediario ed ente pubblico o investitore (privato: Ndr) che indichi (o meno) la misura dell'alea, calcolata secondo criteri riconosciuti ed oggettivamente condivisi, perché il legislatore autorizza solo questo genere di scommesse sul presupposto dell'utilità sociale di quelle razionali... E tale accordo sulla misurabilità/determinazione dell'oggetto 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...". <<E' palese, dunque, che le Sezioni Unite abbiano espresso un chiaro segnale adesivo all'orientamento di quella parte della dottrina e della giurisprudenza di merito che valorizza l'indicazione del *mark to market*, ovvero dei suoi criteri di calcolo, la esplicitazione dei costi impliciti e la prospettazione dei cd. "scenari probabilistici", quali elementi essenziali del contratto derivato, rilevanti ai fini della sua validità... l'indicazione del *mark to market*, che individua il valore del contratto ad una certa data, nonché l'esplicitazione dei costi impliciti e dei cd. "scenari probabilistici", finiscono con il rappresentare il contenuto di un'obbligazione che sorge con la stipula del contratto concorrendo ad integrarne la determinabilità del suo oggetto... La "scommessa razionale" meritevole di tutela, cui le Sezioni Unite hanno ricondotto la tipologia di derivato quale lo swap, postula, allora, che, in quest'ultimo, l'alea che comunque lo caratterizza debba essere misurabile "secondo criteri scientificamente riconosciuti e oggettivamente condivisi": ciò impone che siano esplicitati - e condivisi con l'investitore - i costi impliciti, che determinano uno squilibrio iniziale dell'alea, il *mark to market* e, soprattutto, i cd. "scenari probabilistici". In altri termini, l'omessa esplicitazione di tali elementi si traduce, sostanzialmente, nella mancata formazione di un consenso in ordine agli stessi, e, dunque, nella inconfigurabilità di una precisa misurabilità/determinazione dell'oggetto contrattuale, allo scopo di ridurre al minimo e di rendere consapevole l'investitore di ogni aspetto di aleatorietà del rapporto... Non si tratta, allora, di semplice violazione di obblighi informativi... ma di una



carenza che - tenuto conto delle descritte peculiarità caratterizzanti la causa e l'oggetto dello strumento in esame, nonché delle innegabili interazioni tra essi configurabili - investe proprio l'essenza (di una parte) dell'accordo, vale a dire del contratto medesimo... così da cagionarne la nullità... Nondimeno, nemmeno la mera deduzione, nelle pattuizioni contrattuali, di un indice numerico di riferimento è suscettibile di consentire il superamento del sindacato di determinabilità; è necessario, altresì, che l'accordo investa "gli scenari probabilistici" ed abbia ad oggetto "la misura qualitativa e quantitativa dell'alea e, dunque, la stessa misura dei costi pur se impliciti" affinché possa realizzarsi la funzione di gestione del rischio finanziario... la mancata definizione dell'oggetto del contratto si traduce, per i derivati over the counter, in un vizio genetico del contratto poiché comporta la mancata esplicitazione degli elementi che incidono sull'alea del contratto... Invero, il mark to market rappresenta... un elemento determinante per la formazione del consenso del cliente: sebbene le modalità di calcolo possano risultare difficilmente comprensibili, specie se la controparte non riveste la qualità di cliente professionale, tale indicazione è comunque suscettibile di determinare il consenso dell'investitore circa la distribuzione dell'alea ed i costi del contratto. Esso, quale sommatoria attualizzata dei differenziali futuri attesi sulla base delle condizioni dell'indice di riferimento al momento della sua quantificazione, ovviamente presuppone il richiamo al tasso di interesse di riferimento, ma necessita altresì di essere sviluppato attraverso un conteggio che, mediante il ricorso a differenti formule matematiche, consenta di procedere all'attualizzazione dello sviluppo prognostico del contratto sulla



base dello scenario esistente al momento del calcolo del mark to market. Precisato, quindi, che, per definizione, quest'ultimo non può essere pattuito in modo determinato, trattandosi di un valore destinato necessariamente a mutare a seconda del momento del suo calcolo e dello scenario di riferimento di volta in volta esistente, affinché possa sostenersi che esso sia quanto meno determinabile è comunque necessario che sia esplicitata la formula matematica alla quale le parti intendono fare riferimento per procedere all'attualizzazione dei flussi finanziari futuri attendibili in forza dello scenario esistente. Ciò si rende necessario in quanto detta operazione può essere condotta facendo ricorso a formule matematiche differenti, tutte equivalenti sotto il profilo della loro correttezza scientifica, ma tali da poter portare a risultati anche notevolmente differenti fra di loro... Il valore attribuito tramite mark to market, infine, può essere anche negativo purché l'accordo con il cliente (in cui, come si è già detto, si sostanzia, in via generale, il contratto), al momento della stipulazione del contratto stesso, abbia investito pure la sua (modalità di) concreta determinazione, consentendogli così di comprendere (ed accettare consapevolmente), fin da subito, la specifica alea (razionale) del derivato... Quell'accordo, infatti, deve investire, in modo specifico, completo e dettagliato, l'indicazione del criterio (matematico) con il quale si addiviene al calcolo del menzionato valore. Conseguentemente, non possono ritenersi conformi al predetto iter, le condotte degli intermediari che si concretizzano nella formulazione generica di criteri di calcolo, ovvero che rimandano alle "quotazioni di mercato", con il rischio che la valutazione possa essere rimessa alla discrezionalità ed all'arbitrio della parte contrattuale



più forte. Affermare, semplicemente, che il mark to market sia determinato in base alle variazioni dei tassi di interesse equivale a concepire un accordo sulla stipulazione del derivato che, alla stregua delle considerazioni tutte finora esposte, si rivelerebbe assolutamente carente del consenso (e, dunque, dell'in sé del contratto) su una parte del suo oggetto: in particolare, quanto al metodo di calcolo utilizzato per determinare il *fair value* del contratto medesimo... l'indicazione del *mark to market*, compresa l'esplicitazione della formula matematica per la determinazione del calcolo, costituisce elemento essenziale del contratto IRS. La sua omissione, come pure quella dei metodi (matematici) su cui determinare l'aleatorietà del contratto, genera (al pari della carente esplicitazione dei costi impliciti dello stesso o della prospettazione dei suoi c.d. "scenari probabilistici") l'impossibilità di individuare concretamente (*rectius*: misurare) l'alea oggetto dell'IRS, così che il corrispondente contratto deve essere sanzionato con la nullità per indeterminabilità dell'oggetto. Invero, in caso di derivati *over the counter*, la mancata conoscenza del *mark to market* e/o degli "scenari probabilistici" assume una consistenza ben maggiore poiché l'intermediario è sempre controparte diretta dell'investitore e condivide con quest'ultimo l'alea del contratto; di talché, non essendo revocabile in dubbio la circostanza che il contratto di *swap* è caratterizzato da un'alea reciproca e bilaterale a carico dei contraenti, deve considerarsi inconcepibile che la qualità e la quantità delle alee, oggetto del contratto, siano ignote ad uno dei contraenti perché rimaste estranee all'oggetto dell'accordo...>>.

È, pertanto necessario, ai fini della determinabilità dell'oggetto del contratto



di swap, la definizione dei criteri/formula in base ai quali si calcola quel costo; la formula, infatti, esprime una misurazione dell'alea, e la misurabilità è indice della razionalità dell'alea stessa: <<se quei criteri/formula si rivelano del tutto scollegati dalla realtà, allora si avrà effettivamente un'alea non razionale, con conseguente nullità del contratto; ma se essi restano nell'ambito della plausibilità razionale, tanto basta a salvare il contratto stesso>>.

Le Sezioni Unite della Suprema Corte, nella sentenza richiamata dal Tribunale, hanno, quindi, ritenuto che, in tema di *interest rate swap* occorra accertare, ai fini della validità del contratto, se si sia in presenza di un accordo tra intermediario ed investitore sulla misura dell'alea, calcolata secondo criteri scientificamente riconosciuti ed oggettivamente condivisi: accordo che investe il *mark to market*, ossia il costo, pari al valore effettivo del derivato ad una certa data, al quale una parte può anticipatamente chiudere tale contratto od un terzo estraneo all'operazione è disposto a subentrarvi, ma che deve estendersi agli scenari probabilistici e concernere la misura qualitativa e quantitativa della menzionata alea e dei costi, pur se impliciti, assumendo rilievo i parametri di calcolo delle obbligazioni pecuniarie nascenti dall'intesa, che sono determinati in funzione delle variazioni dei tassi di interesse nel tempo.

Il tema è, dunque, quello della nullità strutturale (art. 1418, comma 2, c.c.) inerente ad elementi essenziali del contratto (cfr. Cass. 24654/2022) e, in particolare, la nullità per indeterminabilità dell'oggetto, rilevando però anche la mancanza dei predetti elementi sul piano della causa del contratto, causa



che è costituita da un'alea razionale e quindi misurabile, da esplicitare necessariamente ed indipendentemente dalla sua finalità di copertura o speculativa.

Deve, quindi ritenersi che a prescindere da tale finalità, la preventiva conoscibilità, ai fini della formazione dell'accordo, in ordine alla misura dell'alea ed agli elementi ed ai criteri utilizzati per la determinazione del *mark to market* rilevi anche sul piano causale e della meritevolezza: <<In tema di "interest rate swap", la meritevolezza di tutela del contratto va apprezzata "ex ante", non già "ex post", non potendosi far dipendere la liceità del contratto dal risultato economico concretamente conseguito dall'investitore, né utilizzare il giudizio di meritevolezza a fini di un riequilibrio equitativo; ne consegue che, ai fini della validità del contratto ed indipendentemente dalla sua finalità di copertura ("hedging") o speculativa, devono essere preventivamente conoscibili, ai fini della formazione dell'accordo in ordine alla misura dell'alea, gli elementi ed i criteri utilizzati per la determinazione del "mark to market", in assenza del quale la causa del negozio resta sostanzialmente indeterminabile>> (Cass. 32705/2022).

3. Tali principi di diritto sono sicuramente non circoscritti ai soli contratti derivati conclusi dagli intermediari con le pubbliche amministrazioni, fattispecie che ha dato luogo alla controversia sulla quale si sono pronunciate le Sezioni Unite (cfr. Cass. 21830/2021 in parte motiva).

Sono anche infondate le doglianze svolte sul punto dall'appellante circa l'applicabilità dei principi di diritto espressi dalle Sezioni Unite solo ai derivati *swap* e non anche ai contratti in questione.



La società appellata ha concluso due contratti derivati di *interest rate cap* per la copertura del rischio nel caso di innalzamento del tasso variabile fissato nel contratto di leasing, con previsione, a fronte del pagamento di un premio in un'unica soluzione, della facoltà di ricevere, nel periodo di superamento del "tasso parametro fisso *strike*" pari al 4,5%, la differenza positiva fra il tasso variabile Euribor 3 mesi ed il detto tasso *strike*.

Indubbia è la finalità non speculativa ma di copertura di tali contratti rispetto al rischio di aumento del tasso d'interesse e a fronte del pagamento, in tal caso in un'unica soluzione, del premio.

Anche con riferimento a tale tipologia di contratto l'inesistente o non completa informazione, sulla formula di calcolo del *mark to market* e sugli scenari disponibili di mercato, può tradursi nella stipulazione di un derivato per la copertura contro un rischio, se non inesistente, senz'altro remoto: nella formula *cap*, a fronte della funzione economica di copertura contro il superamento del tasso limite, il cliente può trovarsi a cedere all'intermediario un rischio inesistente (il rialzo del tasso) e ad assumere un rischio certo (il pagamento di un premio per la copertura).

Inoltre, il *mark to market* non deve essere calcolato solo sullo scenario di maggior favore o sfavore per il cliente, in quanto al cliente deve essere consentita la ponderazione di tutti gli scenari, favorevoli e sfavorevoli, in funzione della rispettiva probabilità di avveramento e della probabilità di attivazione della copertura sulla base delle attese circa l'andamento dei tassi disponibili al momento di stipulazione del contratto. È evidente interesse del cliente conoscere, oltre alla perdita massima potenziale, rappresentata nella



formula *cap* dal pagamento del premio, anche la *chance* di copertura, cioè la rappresentazione probabilistica complessiva delle proiezioni circa le possibili evoluzioni future del valore del derivato con specifico riferimento all'andamento del tasso Euribor 3mesi/365 ed alle probabilità che esso superi il *cap strike*.

Anche in tale tipologia di derivato vi è, quindi, un'alea e il cliente deve essere messo in grado di ponderare e di scegliere con consapevolezza se assumere o meno: pagare il premio, facendosi carico del suo certo esborso, ovvero esporsi a un rischio (il rialzo del tasso d'interesse oltre lo *strike cap*) forse esistente ma remoto e poco probabile.

4. I contratti in questione sono stati analizzati dal consulente d'ufficio nominato in questo grado il quale ha svolto accertamenti riguardanti la rappresentazione di costi, margini e valori inerenti le operazioni di acquisto dei derivati, il *mark to market* i criteri di *pricing*, la relativa formula di calcolo e gli scenari probabilistici al tempo della trattativa e dell'acquisto dei derivati e, in relazione ad essi le chance di operatività della copertura del rischio di aumento del tasso variabile oltre il 4,5%.

Il consulente d'ufficio:

ha ricostruito le condizioni dei due contratti *interest rate cap*;

ha evidenziato che “*con i due derivati, la società ha acquistato dalla Banca una copertura dal rischio di rialzo del tasso di interesse variabile Euribor 3 mesi, cui erano indicizzati i contratti di locazione finanziaria sottostanti, attraverso il versamento di un premio unico anticipato. In particolare, nel caso in cui l'Euribor 3 mesi avesse superato lo strike del 4,50% la società*



*avrebbe incassato un differenziale positivo tra il tasso variabile e il tasso strike del 4,50%, rimanendo invece esposta a oscillazioni del tasso Euribor 3 mesi al di sotto ed entro il livello del 4,50%”;*

*ha rilevato che “oltre al premio, anche i costi e i margini, rappresentati dagli oneri relativi alla copertura dai rischi di mercato (Costi di Hedging) e dalla remunerazione commerciale dell’intermediario finanziario (Mark-Up) nonché il valore del Fair Value sono stati oggetto di esplicitazione contrattuale, tuttavia tali valori risultano espressi in misura percentuale e non in valore assoluto e altresì non è immediato comprendere l’importo di riferimento cui applicare tali percentuali per giungere alla quantificazione dei premi posti in capo alla società appellata nonché a quale valore dell’importo di riferimento applicare i valori percentuali annui dei Costi di Hedging e del Mark-Up. Solo a fronte di conteggi operati a ritroso lo scrivente ha potuto ricostruire la sostanziale corrispondenza nell’ammontare dei premi versati dalla società per l’acquisto dei due derivati”;*

*ha riferito che “Per la quantificazione del Mark to Market dei derivati Interest Rate Cap e di conseguenza degli scenari probabilistici, oltre ai dati contenuti nel documento relativo alla proposta d’ordine, sono altresì indispensabili le seguenti informazioni:*

- le attese del mercato in merito all’andamento dell’Euribor 3 mesi/365 alla data della stipula, ergo le curve forward;*
- la volatilità dei tassi d’interesse per stimare la probabilità che l’Euribor 3 mesi/365 superi il cap strike del 4,50% durante la vita dei contratti;*



- i tassi di sconto da utilizzare per determinare il valore attuale dei flussi di cassa futuri, ottenuti dalla curva dei tassi a termine;

- i modelli di option pricing da adottare per valorizzare le opzioni cap (il modello di Black-Scholes, il metodo Monte Carlo o l'albero binomiale), le relative formule di calcolo nonché le fonti dei dati di input. Pertanto, è possibile affermare che l'esplicitazione della formula di calcolo del Mark to Market congiuntamente ai modelli matematici e alle basi dati utilizzate per i calcoli, avrebbe consentito di quantificare altresì la distribuzione di probabilità a carico di ciascuna delle due controparti dei derivati al momento della sottoscrizione”;

ha effettuato, sulla base dei calcoli analiticamente descritti nella relazione, la quantificazione del mark to market e degli scenari probabilistici, affermando che “le probabilità, sulla base delle informazioni e delle attese al momento della stipula dei derivati, che il tasso variabile Euribor 3 mesi raggiungesse e superasse lo strike del 4,50% erano particolarmente contenute”: la probabilità che il derivato generasse esiti favorevoli per la banca era del 77,57%, con riferimento al primo derivato, e 78,75% per il secondo; correlativamente tali probabilità per la cliente erano del 22,43% e 21,25%;

ha, inoltre, riferito che “Ove il Cliente avesse avuto a disposizione la formula di calcolo del Mark to Market e la relativa base dati di input avrebbe potuto quantificare gli scenari probabilistici (sebbene una rappresentazione di tali scenari direttamente all'interno dei contratti sarebbe stata auspicabile) al momento della stipula dei due derivati nonché le chance di operatività della copertura sopra rappresentate ed eventualmente, dati i rilevanti squilibri di



*alea, optare per la rinuncia alla sottoscrizione dei medesimi”.*

In risposta alle osservazioni svolte dal consulente di parte appellante il consulente d’ufficio ha rimarcato che:

circa la non immediata comprensione dei costi, il consulente di parte non esplicita quali siano gli *“standard regolamentari e la normativa di riferimento”* che all’epoca esentavano gli intermediari finanziari dal rappresentare i costi dei prodotti derivati in valore assoluto;

al calcolo dell’ammontare del capitale di riferimento egli è pervenuto attraverso *“più prove matematiche”*;

riguardo alla contestazione circa l’*“impatto”* che il *mark to market* avrebbe avuto sulla capacità di comprensione delle due operazioni a fronte della sua indicazione percentuale, alla rappresentazione degli scenari di maggiore interesse nella *“proposta del 29 ottobre 2010”*, alla consapevole scelta del tasso strike nella misura del 4,5%, *“l’esplicitazione della formula di calcolo del Mark to Market, dei criteri applicati e dei relativi input di calcolo avrebbe permesso al Cliente di quantificare altresì gli scenari probabilistici associati ai due derivati”* mentre egli *“è riuscito a ricostruire il pricing dei derivati nonché a quantificare gli scenari di probabilità alla data di stipula dei derivati solo grazie al reperimento dei dati in precedenza riepilogati tramite l’accesso a provider specializzati a pagamento nonché applicando modelli di calcolo à la Black-Scholes per appurare il valore indicato in percentuale nei documenti contrattuali (il quale si precisa non essere l’unico modello esistente per effettuare tali quantificazioni, sebbene sia quello maggiormente adottato). È evidente come in assenza di tali informazioni al*



*momento della stipula sia pressoché impossibile determinare il Mark to Market dei derivati e i relativi scenari probabilistici se (non: n.d.r.) accedendo all'utilizzo di specifici provider nonché procedendo con più approcci al fine di individuare la formula di calcolo da adottare per le quantificazioni"; la previsione contenuta nella proposta è "priva di pregio l'informazione contenuta nella proposta dell'ottobre 2010 che nello scenario migliore il tasso variabile quota sempre al di sopra del livello di attivazione della copertura (4,5%) mentre nello scenario peggiore il tasso variabile quota sempre al di sotto del livello di attivazione della copertura (4,5%) in quanto gli scenari di probabilità devono rappresentare gli scenari con maggiori possibilità di avvenimento e quindi l'ammontare delle probabilità di attivazione o meno della copertura sulla base delle attese circa l'andamento dei tassi disponibili alla data della sottoscrizione. Tali scenari, come già esposto, consentono agli investitori di valutare e ponderare l'alea insita nel contratto derivato fornendo, alla data di sottoscrizione, il set di probabilità a favore delle due controparti, in maniera tale da apprezzarne l'equilibrio o lo squilibrio di alee nonché di valutare l'efficacia e soprattutto l'opportunità della soluzione finanziaria dei contratti derivati per la riduzione dei rischi relativi ad una grandezza finanziaria quale il tasso di interesse variabile. Infine, il CTU ribadisce come le circostanze che hanno condotto la società a perfezionare i due contratti e ad optare per lo strike del 4,5% e altresì l'assistenza ricevuta da parte dei consulenti della società durante la fase negoziale e di sottoscrizione dei derivati esulano dalle richieste del quesito...".*



5. In esito alla espletata consulenza tecnica d'ufficio deve, quindi, ritenersi che l'ammontare del capitale di riferimento su cui applicare i valori percentuali dei costi e dei margini non è, quanto meno, "*d'immediata comprensione*", ma soprattutto ha trovato conferma che nei due contratti l'indicazione del *mark to market*, avvenuta solo attraverso la indicazione della percentuale, ma del tutto mancante in relazione sia alle modalità di calcolo sia agli scenari probabilistici.

La previsione nella proposta del 29 ottobre 2010 circa lo "*scenario migliore: il parametro di riferimento fissa sempre al di sopra del Cap*" e lo "*scenario peggiore: fissa sempre al di sotto del Cap*", non è, con evidenza, esaustiva tenuto conto di ciò che gli scenari probabilistici devono rappresentare al fine di consentire al cliente di prestare il proprio consenso in maniera consapevole, piena e completa, e, in modo altrettanto consapevole, pieno e completo, di acquisire conoscenza del rischio assunto.

Rischio (il rialzo del tasso d'interesse oltre lo *strike cap* del 4,5%) che, nel caso di specie era contenuto, per quanto ricostruito dal consulente d'ufficio, sussistendo un rilevante squilibrio dell'alea assunta dalle parti.

La questione circa le omesse informazioni inerenti il rischio assunto attiene, prima ancora che agli obblighi informativi (rilevanti quale inadempimento grave, tale da determinare la risoluzione del contratto e conseguenze risarcitorie, avendo riguardo agli obblighi di diligenza, correttezza e trasparenza a carico della intermediaria previsti dall'art. 21 TUF), al requisito di validità, costituito dalla presenza delle indicazioni di forma/contenuto ritenute essenziali dalla Suprema Corte ai fini della valutazione del rischio



stesso; rileva, infatti, la preventiva conoscibilità in ordine alla misura dell'alea, ai fini della formazione dell'accordo e della sua validità sotto il profilo della meritevolezza sul piano causale dei contratti, ai sensi dell'art.1322 cod.civ., come già rilevato in modo condivisibile dal Tribunale; conoscibilità che i contratti in questione non hanno consentito essendo mancanti degli elementi a ciò necessari (cfr. da ultimo Cass. 7368/2024).

Come già evidenziato la circostanza per cui la cliente sia stata resa edotta dell'esatto ammontare da corrispondere e di valutare la convenienza delle operazioni, al fine di ottenere la copertura richiesta.

Come già evidenziato, la circostanza per cui è stato corrisposto un premio in un'unica soluzione non elimina l'alea che la cliente avrebbe dovuto essere messa in grado, *ex ante* al momento della conclusione del contratto, di ponderare e di scegliere con consapevolezza: pagare il premio, facendosi carico del suo certo esborso, per non esporsi ad un poco rischio di rialzo del tasso d'interesse oltre lo *strike cap*.

Anche la convenienza della operazione è strettamente correlata al margine di rischio che attraverso di essa si vuole elidere e il margine di rischio è costituito dalle probabilità, in base ad elementi che avrebbero dovuto essere enunciati nel contratto, di fluttuazione del tasso Euribor oltre lo *strike*, probabilità sulla base delle quali, con evidenza, la cliente presta il proprio consenso e decide di corrispondere il premio.

La comunicazione della scelta tra varie percentuali di *strike cap*, indicate da un minimo del 3% ad un massimo del 5%, cui è correlato un ammontare del premio da corrispondere maggiore al diminuire dello *strike*, non tiene luogo



delle indicazioni di forma/contenuto ritenute essenziali dalla Suprema Corte, a cui si è fatto riferimento in quanto può avere consentito di apprendere, ma solo in via generale, solo che il rischio di operatività della copertura aumentava man mano che veniva pattuito uno *strike cap* inferiore, circostanza desumibile in via d'inferenza logica dal correlativo aumento del premio.

Riguardo alla consapevolezza circa la misura dell'alea contrattuale non assume rilievo che la scelta dello *strike cap* del 4,5% sia stata operata per il tramite di un avvocato; non emerge in alcun modo (incombendo sul punto l'onere della prova in capo all'appellante) che a tale professionista sia stata demandata la ricerca e la valutazione di quegli elementi di cui i contratti sono risultati carenti, né la disponibilità da parte del professionista stesso di quelle informazioni, descritte nel dettaglio dal consulente d'ufficio e già riportate in modo testuale, necessarie al fine di determinare in capo alla cliente la scelta consapevole dell'assunzione del rischio, nei termini già descritti, cui essa riteneva di dare copertura attraverso la stipulazione dei due contratti, profilo che non attiene all'alveo dei meri motivi ma, come esposto, a quello della causa concreta del contratto.

6. Deve quindi ritenersi che i contratti in questione non siano assistiti da causa concreta idonea a sorreggerne la meritevolezza ai sensi dell'art. 1322 cod. civ. nei termini enunciati dalle Sezioni Unite, con conseguente conferma della sentenza impugnata.

Rimane assorbita ogni altra questione posta in causa.

7. Le spese del grado seguono la soccombenza e si liquidano come in



dispositivo in applicazione dei parametri medi di liquidazione previsti dal D.M. n. 55/2014 e succ. modd. per lo scaglione di riferimento (da € 260.001 ad € 520.000).

In applicazione del medesimo criterio le spese relative alla espletata consulenza tecnica d'ufficio vanno poste definitivamente e per intero a carico dell'appellante.

8. Sussistono i presupposti, ai sensi dell'art 13 comma 1, quater del DPR 115/2002, del pagamento del doppio del contributo unificato a carico dell'appellante.

**P.Q.M.**

La Corte d'Appello di Brescia – Prima Sezione Civile, definitivamente pronunciando:

1) rigetta l'appello proposto da [REDACTED] (già [REDACTED] [REDACTED]) avverso la sentenza del Tribunale di Bergamo n. 825/2020 pubblicata in data 26 giugno 2020;

2) condanna l'appellante al pagamento in favore dell'appellata delle spese del grado che liquida in € 4.389,00 per la “fase di studio”, € 2.552,00 per la “fase introduttiva”, € 5.880,00 per la “fase istruttoria/di trattazione”, € 7.298,00 per la “fase decisionale”, oltre IVA, CPA e rimborso forfetario come per legge.

Sussistono i presupposti, ai sensi dell'art 13 comma 1, quater del DPR 115/2002, del pagamento del doppio del contributo unificato a carico dell'appellante.



Così deciso in Brescia nella camera di consiglio del 17 dicembre 2025

**Il Consigliere est.**  
**Vittoria Gabriele**

**Il Presidente**  
**Giuseppe Magnoli**

