

**N. R.G. 1536/2020**



**REPUBBLICA ITALIANA  
IN NOME DEL POPOLO ITALIANO  
LA CORTE D'APPELLO DI MILANO  
SEZIONE PRIMA CIVILE**

nelle persone dei seguenti magistrati:

dott.ssa Carla Romana Raineri

Presidente

dott.ssa Rossella Milone

Consigliere

dott. Lorenzo Orsenigo

Consigliere rel.

ha pronunciato la seguente

**SENTENZA**

nella causa di impugnazione di lodo arbitrale iscritta al n. r.g. **1536/2020** promossa

DA

**EURO VAST S.P.A.** (P.IVA 01419270853), elettivamente domiciliata in VIA FALCONE N. 5, MILANO, presso lo Studio dell'avv. CARLO ISNARDI che la rappresenta e difende, unitamente all'avv. CARLO FIUMANO' come da delega in atti.

IMPUGNANTE

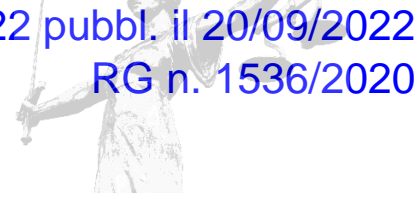
CONTRO

**DEUTSCHE BANK S.P.A.** (P.IVA 01340740156), elettivamente domiciliata in VIA BAROZZI N. 1, MILANO, presso lo Studio degli avv.ti MASSIMILIANO DANUSSO e LUCA STECCA che la rappresentano e difendono come da delega in atti.

IMPUGNATA

OGGETTO: Impugnazione di lodi nazionali (art. 828 c.p.c.)





## CONCLUSIONI:

Per EURO VAST S.P.A.

Voglia l'Ill.ma Corte d'Appello adita, *contrariis reiectis*, con il favore delle spese, diritti ed onorari, in riforma del lodo impugnato così **GIUDICARE**

### NEL MERITO:

#### A. In via principale:

Dichiarare la nullità delle parti del lodo impuginate per violazione delle regole di diritto relative al merito della controversia di cui ai motivi di impugnazione n. 1), 2) e 3), in considerazione delle argomentazioni espresse nell'atto di impugnazione e, per l'effetto decidere nel merito la controversia nel modo che segue:

accertata la nullità dei contratti derivati finanziari, condannare la convenuta alla restituzione delle somme percepite in esecuzione di tali contratti, nella misura di € **1.786.023,00**, o nella maggiore o minore somma ritenuta di giustizia, oltre alla restituzione degli interessi legali sugli importi corrisposti da Eurovast, calcolati dai pagamenti al saldo effettivo al tasso legale e, dal giorno della domanda giudiziale, al saggio previsto dall'art. 1284 co. 4 c.c., oltre allo storno degli interessi passivi eventualmente applicati sulle somme addebitate in conto corrente.

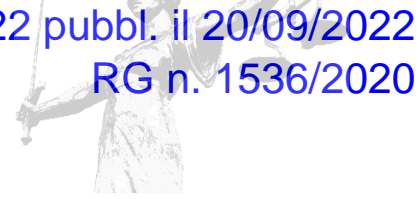
#### B. In via subordinata:

Dichiarare la nullità delle parti del lodo impuginate per violazione delle regole di diritto relative al merito della controversia di cui ai motivi di impugnazione n. 4) e 5), in considerazione delle argomentazioni espresse nell'atto di impugnazione e, per l'effetto, decidere nel merito la controversia nel modo che segue:

accertata la violazione della convenuta agli obblighi di informazione previsti dall'art. 31 del Regolamento Consob n. 16190/07, condannare DB al risarcimento del danno subito da Eurovast e, di conseguenza, alla restituzione delle somme indebitamente percepite e/o addebitate sul c/c della società in esecuzione dei contratti indicati in narrativa, nella misura di € **1.786.023,00** o nella maggiore o minore somma ritenuta di giustizia, oltre alla restituzione degli interessi legali sugli importi corrisposti da Eurovast, calcolati dai pagamenti al saldo effettivo al tasso legale e, dal giorno della domanda giudiziale, al saggio previsto dall'art. 1284 co. 4 c.c., e lo storno degli interessi passivi eventualmente applicati sulle somme addebitate in conto corrente.

#### C. In ogni caso





Porre integralmente le spese della procedura arbitrale e del processo di impugnazione a carico della resistente.

### IN VIA ISTRUTTORIA

Ove all'esito della fase rescindente, la Corte ritenesse la causa non matura per la decisione nel merito, si chiede sin d'ora la riconvocazione del CTU o la nomina di un nuovo consulente, rinnovando la richiesta formulata in sede di precisazione delle conclusioni rassegnate al Collegio, affinché, rispondendo al Quesito n. 3 sottoposto dal Tribunale Arbitrale, il CTU rappresenti in modo più completo il profilo di rischio degli strumenti finanziari, specificando sulla base delle risultanze della simulazione Monte Carlo effettuata e di quanto emerge dalla Tavola 7 delle perizia:

- a. *“quale fosse il guadagno massimo che Eurovast avrebbe potuto ottenere da ciascuna nelle tre operazioni stipulate con DB” (es. 99° percentile della distribuzione)”*.
- b. *“quale fosse la perdita massima che Eurovast avrebbe potuto subire da ciascuna nelle tre operazioni stipulate con DB” (es. 1° percentile della distribuzione)”*.

Si chiede che il Collegio inviti il CTU a:

- c. *“svolgere un raffronto, servendosi di tabelle numeriche e di grafici, tra la variabilità delle posizioni sottostanti **senza** l'utilizzo dei derivati e la variabilità delle stesse posizioni sottostanti **con** l'utilizzo dei derivati”*.

Solo dopo avere svolto tale raffronto, si chiede che il CTU tragga le proprie conclusioni in ordine alla natura dei contratti, specificando in particolare:

- d. *“se i derivati **unitariamente considerati** abbiamo ridotto, in combinazione con il sottostante, la volatilità del valore complessivo della posizione rispetto alla variabilità originaria del sottostante (senza derivati)”*.

In aggiunta, si chiede al CTU di indicare:

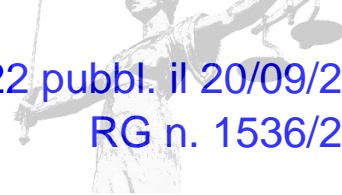
- e. a quali operazioni si riferisse a Pag. 44 della relazione, sostenendo che *“tra le operazioni si ravvisa anche un'apprezzabile operatività in vendita di \$ USA che lascerebbe presumere un più sospinto intento speculativo”*.

Per DEUTSCHE BANK S.P.A.

Voglia questa Ill.ma Corte d'Appello, *contraris rejectis*:

**in via principale: rigettare** tutti i motivi di nullità del Lodo proposti da Eurovast perché inammissibili e/o infondati, per i motivi esposti in atti;





**in via istruttoria: respingere** tutte le richieste presentate da Eurovast per-ché irrilevanti, superflue e comunque superate dagli accertamenti già con-dotti dal CTU nella Relazione di Perizia, come in atti definita. Con vittoria di spese, diritti e onorari del procedimento.

## IN FATTO E IN DIRITTO

Euro Vast s.p.a. ha proposto impugnazione ex art. 828 c.p.c. avverso il lodo arbitrale sottoscritto in data 30 gennaio 2020 dal Collegio composto dal prof. avv. Attilio Zimatore (presidente) e dagli avv.ti Emilio Girino e Claudio Visco, con il quale, all'esito di un procedimento per arbitrato rituale regolato dalla Camera Arbitrale di Milano ed introdotto dalla stessa Euro Vast per ottenere la declaratoria di nullità di tre contratti derivati conclusi con Deutsche Bank e la condanna alla restituzione delle somme indebitamente versate ovvero, in subordine, il risarcimento del danno per violazione degli obblighi informativi da parte di Deutsche Bank, gli arbitri, pronunciandosi a maggioranza, avevano respinto tutte le domande dell'attrice; dichiarato sia la validità dei contratti derivati sia la correttezza della condotta della Banca; compensato interamente tra le parti le spese di lite e posto le spese di arbitrato, in pari misura, a carico di entrambe le parti.

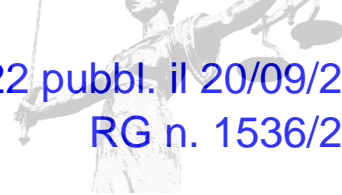
### Vicende processuali

1) Euro Vast s.p.a., una società operante nel settore del *tissue* che acquista mensilmente cellulosa da fornitori stranieri con corrispettivo determinato in dollari, avendo sottoscritto con Deutsche Bank in data 21/9/2016 un "*contratto normativo per operazioni in derivati stipulati fuori dai mercati regolamentari*", concludeva con Deutsche Bank tra il 2016 e il 2017 tre contratti derivati su valute, precisamente:

- *Range Target Profit con Leva* n. 450 del 6.10.2016;
- *Range Target Profit con Leva* n. 97683 del 16.01.2017;
- *Range Target Profit con Leva* n. 99883 del 5.04.2017.

Come rilevato dal C.T.U. nominato in sede di arbitrato, si trattava di contratti derivati sul cambio euro/dollaro dalla "struttura particolarmente complessa nella quale è presente un accentuato contenuto opzionale" e che, in estrema sintesi, avrebbero dovuto consentire alla





società, alle scadenze mensili contrattualmente previste, di acquistare dollari ad un tasso di cambio (c.d. *strike*) variabile in funzione della stabilità del tasso di cambio rispetto ad un *range*, sì che, con un cambio all'interno del *range* si sarebbe applicato lo *strike* favorevole per il cliente mentre, con un cambio al di fuori del *range*, si sarebbe applicato lo *strike* sfavorevole per il cliente, oltre all'applicazione di una leva sul nozionale, in danno per il cliente, ove la valuta estera si fosse deprezzata al di là di determinati livelli.

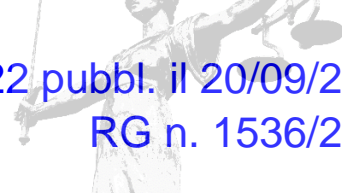
Quanto alla natura di tali contratti, il CTU nominato in sede di arbitro ha, poi, riferito che “i contratti derivati oggetto di causa non offrono un’integrale copertura del rischio di cambio, che sarebbe stato possibile conseguire con semplici operazioni *plain vanilla*, ma sono strutturati per consentire una gestione attiva del rischio di cambio Eur/Usd e di conseguenza presentano contestualmente sia una componente di copertura sia una componente speculativa per lucrare sulle quotazioni del tasso di cambio Eur/Usd, esponendo al contempo la Società al rischio di subire risultati negativi”, potendosi ritenere “che la componente speculativa sia prevalente rispetto a quella di copertura”.

Introducendo il procedimento arbitrale, l’attrice Euro Vast s.p.a. esponeva, quindi, che il primo contratto, dopo soli due mesi, era stato anticipatamente chiuso poiché da detto rapporto essa aveva tratto una somma pari al massimo vantaggio ottenibile dal contratto, pari ad euro 20.055,69; che, diversamente, il secondo ed il terzo contratto, ancora in essere alla data di introduzione dell’arbitro, avevano causato per la società una perdita contabile (rispettivamente di euro 209.944,42 e 256.993,02) pari a complessivi euro 466.937,44.

Euro Vast s.p.a. chiedeva:

- a) in via principale, che fosse dichiarata la nullità dei contratti derivati in questione: i) per mancanza del requisito di meritevolezza ai sensi dell’art. 1322 co. 2 c.c; ii) per indeterminatezza ed indeterminabilità dell’oggetto ex art. 1418 c.c. per la mancata indicazione del Mark to Market (MtM) e delle metodologie di calcolo; iii) per difetto di causa ex art. 1418 c.c.; che, conseguentemente, fosse condannata la convenuta Deutsche Bank alla restituzione delle somme percepite in esecuzione di tali contratti, nella misura di € 446.881,75 (euro 466.937,44 – euro 20.055,69), oltre future perdite;
- b) in via subordinata, che fosse accertato l’inadempimento della banca agli obblighi di correttezza, diligenza e trasparenza imposti dall’art. 21 del D.lgs. n. 58 del 1998 e dal Reg.





Consob n. 16190 del 29.10.2007, con conseguente condanna della convenuta DB al risarcimento del danno quantificabile nell'importo di euro 446.881,75.

Nel corso del procedimento arbitrale la domanda di condanna di Euro Vast veniva elevata all'importo di euro 1.834.455,61.

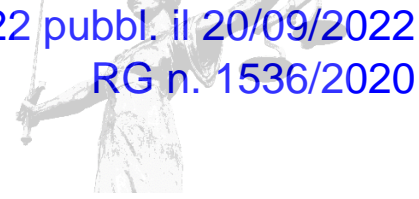
2) Costituendosi nel procedimento arbitrale la convenuta Deutsche Bank, contestando gli assunti di parte attrice, chiedeva il rigetto delle domande da questa proposte, deducendo, in particolare, per quanto attiene ai profili di nullità dedotti da Euro Vast, che "il Mark to Market non rappresenta l'oggetto del contratto e la sua mancata indicazione non ha dunque alcuna attinenza rispetto alla determinatezza o alla determinabilità dello stesso"; per quanto riguarda le asserite violazioni di obblighi comportamentali, che la controparte Euro Vast era da qualificarsi come "cliente professionale di diritto" e che, "ferma restando...l'assoluta irrilevanza della mancata comunicazione del mark to market e degli scenari probabilistici rispetto alla sussistenza della causa del contratto", tuttavia, nel caso, la banca aveva fornito ad Euro Vast informazioni sia sulle metodologie di calcolo degli importi dovuti in caso di recesso o risoluzione anticipata dal contratto sia sugli ipotetici scenari che si sarebbero potuti verificare con riferimento alle operazioni.

3) Con il lodo depositato in data 30 gennaio 2020, il Tribunale Arbitrale, provvedendo a maggioranza e con il parere dissenziente dell'arbitro avv. Emilio Girino, rigettava integralmente le domande dell'attrice Euro Vast, confermando la piena validità ed efficacia dei contratti contestati ed escludendo qualsiasi profilo di responsabilità a carico della Banca.

Il collegio arbitrale, in particolare, con tale lodo ha ritenuto quanto segue:

- che doveva dirsi meritevole di tutela la causa contrattuale dei contratti derivati in esame, per il fatto che gli stessi, come rilevato dal CTU nominato nel procedimento, erano diretti ad assolvere ad una funzione mista, ossia "una finalità di copertura, commista con finalità di gestione attiva, con apprezzabili assunzioni di rischio"; che, nonostante un forte squilibrio dell'alea contrattuale in danno per il cliente (in sintesi, per il fatto che il CTU aveva stimato che nel 70 % dei casi il cliente avrebbe guadagnato poco e nel 30% dei casi la banca avrebbe guadagnato moltissimo), tuttavia, si doveva "escludere che i contratti derivati fossero strutturalmente ed originariamente privi di alea" in quanto "l'eventuale sbilanciamento delle alee, vale a dire l'eventuale squilibrio tra il rischio assunto dal cliente rispetto al rischio





assunto dalla banca, non incide sulla struttura del contratto e sulla sua validità”; che i contratti in questione avevano dato un risultato negativo per il cliente perché il Dollaro si era deprezzato sull’Euro in base ad uno scenario certamente non immaginato dal cliente; che, peraltro, l’eventuale sbilanciamento delle alee non poteva essere giudicato secondo una valutazione ex post;

- che doveva dirsi “infondata la tesi di Euro Vast secondo cui i contratti in esame sarebbero nulli per indeterminatezza o indeterminabilità dell’oggetto *per la mancata indicazione del mtm e delle metodologie di calcolo*”, per il fatto che il collegio (a maggioranza), aderendo all’orientamento interpretativo opposto a quello propugnato dall’attrice, era dell’avviso che la nozione di mark to market dovesse essere tenuta distinta da quella di oggetto del contratto e che “la sua mancata indicazione non comporta un difetto di determinatezza o determinabilità dell’oggetto”;

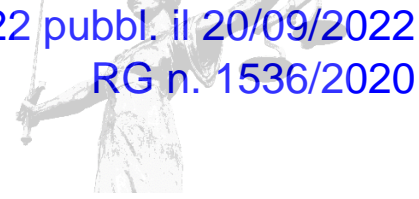
- che dovevano dirsi insussistenti le violazioni degli obblighi comportamentali da parte della banca lamentate da Euro Vast con riguardo alle dedotte violazioni degli obblighi informativi ed alla valutazione di adeguatezza, per il fatto che il Tribunale arbitrale (a maggioranza) era dell’avviso che “le indicazioni fornite nella documentazione contrattuale in ordine ai profili ora esaminati, ancorchè non fossero analitiche, dettagliate e del tutto esaustive, tuttavia, devono reputarsi sufficienti a fornire una adeguata informazione al cliente Euro Vast, tenuto anche conto della sua classificazione come cliente professionale”.

4) In calce al lodo veniva riportata la diffusa opinione dissenziente di uno dei tre arbitri (avv. Emilio Girino), il quale esprimeva dissenso:

- “sul rigetto della domanda di nullità per indeterminatezza dell’oggetto conseguente alla mancata indicazione in contratto del criterio di calcolo del mark to market”;
- “sul rigetto della domanda relativa al mancato adempimento degli obblighi di informazione”;
- “sulla ritenuta assenza di pregiudizio”.

5) Introducendo il presente giudizio di impugnazione l’attrice Euro Vast, premesso che la clausola compromissoria di cui all’art. 17 del contratto quadro per i servizi di investimento prevedeva che “la decisione del Tribunale Arbitrale potrà essere impugnata anche per





violazione delle regole di diritto relative al merito della controversia”, ha chiesto che, ai sensi dell’art. 829 co. 3 c.p.c., fosse dichiarata la nullità del lodo nella parte in cui:

5.1) aveva escluso che i Derivati di DB fossero nulli per mancanza di meritevolezza ex art 1322, co. 2, c.c.;

5.2) aveva escluso che i Derivati di DB fossero nulli per mancanza di causa in concreto ai sensi dell’art. 1325 c.c. e dell’art. 1418 c.c.;

5.3) aveva escluso che i Derivati di DB fossero nulli per difetto del requisito di determinatezza o determinabilità dell’oggetto ai sensi dell’art. 1418 co. 2 c.c. e dell’art. 1346 c.c., avendo ritenuto il collegio arbitrale (a maggioranza) che il mark to market e gli scenari probabilistici fossero estranei all’oggetto del contratto;

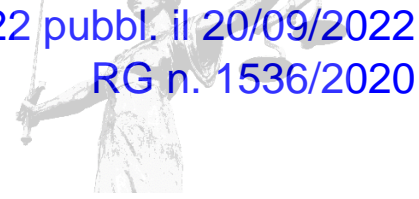
5.4) aveva equiparato l’indicazione del MtM dei contratti ad un costo dello strumento finanziario e, pertanto, aveva ritenuto non necessaria la sua comunicazione al cliente professionale, in applicazione dell’art. 32 del *regolamento intermediari* all’epoca vigente;

5.5) aveva erroneamente applicato i principi sull’accertamento del nesso di causalità tra inadempimento e danno per escludere che la violazione dei doveri di comportamento avrebbe comunque arrecato un pregiudizio economico risarcibile ad Euro Vast.

L’impugnante Euro Vast, richiamando, a conforto dei propri assunti, la recente pronuncia della Suprema Corte a Sezioni Unite n. 8770/2020, ha, quindi, chiesto: A) in via principale: di dichiarare la nullità delle parti del lodo impuginate per violazione delle regole di diritto relative al merito della controversia in base ai motivi di impugnazione indicati sub n. 1), 2) e 3) e, per l’effetto, di decidere nel merito la controversia con la dichiarazione di nullità dei contratti derivati finanziari e la condanna della parte convenuta alla restituzione delle somme percepite in esecuzione di tali contratti, nella misura di € 1.786.023,00, oltre interessi; B) in via subordinata: di dichiarare la nullità delle parti del lodo impuginate per violazione delle regole di diritto relative al merito della controversia in base ai motivi di impugnazione sub n. 4) e 5) e, per l’effetto, di decidere nel merito la controversia con l’affermazione della responsabilità della convenuta per violazione agli obblighi di informazione previsti dall’art. 31 del Regolamento Consob n. 16190/07, e con la conseguente condanna al risarcimento del danno subito da Euro Vast e, quindi, con la restituzione delle somme indebitamente percepite e/o addebitate sul c/c della società in esecuzione dei contratti indicati in narrativa, nella misura di € 1.786.023,00 oltre interessi.







6) L'impugnata Deutsche Bank, costituendosi in giudizio, eccependo l'inammissibilità dei motivi di impugnazione avversari (a fronte dei ristretti limiti del giudizio di impugnazione del lodo arbitrale anche per il caso che fosse stata espressamente pattuita l'impugnazione del lodo per violazione di regole di diritto relative al merito della controversia), contestando, nel merito, gli assunti dell'impugnante, ha chiesto il rigetto dell'impugnazione.

L'impugnata Deutsche Bank, in particolare, ha contestato le pretese dell'impugnante facendo proprie le valutazioni espresse (a maggioranza) dal collegio arbitrale e dal CTU da questo nominato e deducendo l'irrelevanza dei richiami svolti dall'impugnante Euro Vast alla pronuncia di Cass. SS.UU. 8770/2020.

### **Motivi della decisione**

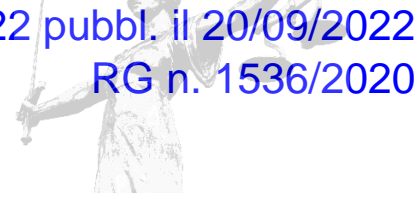
L'impugnazione deve ritenersi fondata, con conseguente declaratoria di nullità del lodo impugnato ed accoglimento delle domande svolte in via principale dalla parte impugnante per le seguenti considerazioni.

7) Va, anzitutto, premesso che la clausola compromissoria di cui all'art. 17 del "contratto normativo" del 21/9/2016, sulla base della quale venne promosso il procedimento arbitrale conclusosi con il lodo oggetto di impugnazione, prevedeva espressamente, al punto 3, che "la decisione del Tribunale Arbitrale potrà essere impugnata anche per la violazione delle regole di diritto relative al merito della controversia" (doc. 3 parte impugnante).

Va, quindi, chiarito che tutti i motivi di impugnazione del lodo arbitrale svolti dall'impugnante Euro Vast sono stati espressamente da questa riferiti ad "errores in iudicando" per violazione delle regole di diritto relative al merito della controversia ai sensi dell'art. 829 co. 3 c.p.c., norma questa che consente tale possibilità di impugnazione ove, come nel caso, la stessa sia stata espressamente prevista dalle parti.

Di contro, l'odierna impugnata Deutsche Bank ha contestato l'ammissibilità dei motivi di impugnazione avversari in ragione dei limiti propri del sindacato del giudizio di impugnazione di lodo arbitrale che, anche per il caso di impugnazione per violazione delle regole di diritto relative al merito della controversia, non può estendersi ad un riesame dei fatti di causa né



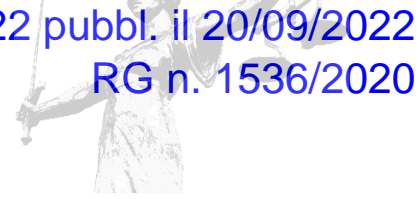


potrebbe essere diretto “a censurare le valutazioni che gli arbitri hanno svolto rispetto ai fatti di causa”, dovendo essere, piuttosto, diretto a verificare gli eventuali errori commessi dagli arbitri nell’interpretazione e nell’applicazioni delle regole di diritto rilevanti nel caso sottoposto al loro esame.

Ebbene, ad avviso della Corte, alla luce dei principi affermati dalla Cassazione con alcune recenti sentenze pronunciate a Sezioni Unite in tema di contratti derivati, deve ritenersi che talune valutazioni in diritto compiute (a maggioranza) dal collegio arbitrale siano in aperto contrasto con quei principi che, affermati dalla Suprema Corte di Cassazione nel pieno svolgimento della propria funzione nomofilattica, concorrono a formare il diritto vivente proprio della disciplina dei contratti derivati per cui è causa.

8) Va, quindi, ulteriormente premesso che la presente causa deve essere decisa facendo applicazione della ragione “più liquida”, secondo il principio dettato dalla S.C. (Cass. n. 12002/2014: *“Il principio della “ragione più liquida”, imponendo un approccio interpretativo con la verifica delle soluzioni sul piano dell’impatto operativo, piuttosto che su quello della coerenza logico sistematica, consente di sostituire il profilo di evidenza a quello dell’ordine delle questioni da trattare, di cui all’art. 276 cod. proc. civ., in una prospettiva aderente alle esigenze di economia processuale e di celerità del giudizio, costituzionalizzata dall’art. 111 Cost., con la conseguenza che la causa può essere decisa sulla base della questione ritenuta di più agevole soluzione - anche se logicamente subordinata - senza che sia necessario esaminare previamente le altre”*) e, segnatamente, avendo particolare riguardo al terzo motivo di impugnazione per nullità del lodo arbitrale con il quale è stato censurato il lodo nella parte in cui ha respinto la domanda attrice di declaratoria di nullità dei contratti derivati per cui è causa per difetto dei requisiti di determinatezza e determinabilità dell’oggetto in ragione della mancata indicazione del MtM, della sua metodologia di calcolo e degli scenari probabilistici: trattasi, invero, dei punti di decisione del lodo che più paiono contrastare con i principi di diritto affermati, nella predetta materia, dalla Suprema Corte di Cassazione, principi che, al tempo stesso, valgono anche a far emergere ulteriori errori nelle valutazioni in diritto commesse (a maggioranza) dagli arbitri laddove hanno respinto l’ulteriore domanda attrice di nullità dei contratti per cui è causa per difetto della causa, questione questa, peraltro, oggetto del secondo motivo di impugnazione per nullità proposto dall’odierna impugnante.





9) Ciò premesso, come già anticipato, l'esame del caso di specie non può che essere condotto con riferimento ai recenti arresti giurisprudenziali che, peraltro, si sono rivelati confermativi della precedente impostazione resa, sin dal 2013, da questa stessa Corte territoriale (Corte d'Appello di Milano n. 3459/2013).

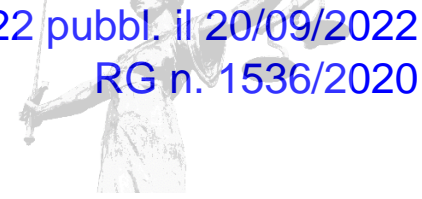
La Suprema Corte di Cassazione, con la sentenza n. 8770/2020 pronunciata a Sezioni Unite, pur decidendo su questioni riguardanti contratti in derivati stipulati da enti pubblici, ha inequivocabilmente espresso principi di carattere generale che si possono così sintetizzare.

Quanto alle caratteristiche del contratto, ha osservato che: *“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”.*

In ordine alla causa del contratto, ha precisato che *“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 relazione agli elementi necessari ai fini della validità del contratto, la Cassazione ha, poi, precisato che *“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”.*

Né può ritenersi pertinente il rilievo svolto dalla parte impugnata, diretto a limitare la portata di tale pronuncia, secondo cui i principi affermati dalla Suprema Corte con la sentenza citata potrebbero avere “una rilevanza esclusivamente con riferimento alle controversie che coinvolgono le pubbliche amministrazioni, e non certo nei confronti di soggetti diversi (quali ad esempio Eurovast) estranei alle logiche ed alle caratteristiche della finanza pubblica”.

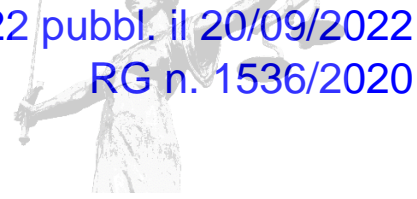
Invero, dopo tale pronuncia delle Sezioni Unite, che riguardava, come si è detto, contratti in derivati stipulati da enti pubblici, la Suprema Corte si è nuovamente pronunciata nella materia in esame, ribadendo i principi già in precedenza affermati in via nomofilattica e sancendone la riferibilità anche ai contratti in derivati stipulati fra privati.

Con la recente sentenza Cass. 21830/21 ha, infatti, richiamato, per prestarvi adesione, la citata Cass. S.U. 8770/20 puntualizzando che “*l’alea razionale*” che caratterizza tali contratti ai fini del giudizio di meritevolezza è ravvisabile laddove siano esplicitati e condivisi con l’investitore gli elementi che consentono di conoscere la misura dell’alea, tramite “*l’esplicitazione dei **costi impliciti** - che determinano uno squilibrio iniziale dell’alea -, del **mark to market** e, soprattutto, dei cd. “**scenari probabilistici**”.*

Con riferimento alla “determinatezza o determinabilità” dell’oggetto del contratto, sempre in motivazione, ha evidenziato che “*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. Esso deve concernere la misura qualitativa e quantitativa dell’alea e, dunque, la stessa misura dei costi pur se impliciti*».

In altra successiva pronuncia (Cass. 24014 /21), benchè la questione della mancanza degli elementi di cui sopra non risulti affrontata in modo specifico – essendo stato il motivo di impugnazione dichiarato inammissibile - la S.C., non ha trascurato di ribadire, seppure





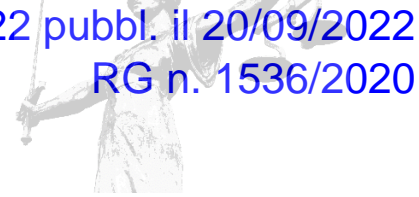
*incidenter tantum*, che “il contratto avrebbe dovuto specificare le modalità di calcolo del *mark to market*”.

10) E', dunque, in un tale contesto che deve essere esaminato il terzo motivo di impugnazione con il quale Euro Vast ha censurato il lodo per cui è causa nella parte in cui ha respinto la domanda di nullità dei derivati ex art. 1418 c.c. per difetto dei requisiti di determinatezza e determinabilità dell'oggetto di cui all'art. 1346 c.c., domanda espressamente svolta dalla parte impugnante, come riportato nel lodo impugnato, “per la mancata indicazione del mtm e delle metodologie di calcolo”.

Sotto tale profilo, è solo il caso di chiarire che l'esame di tale motivo di nullità del lodo non implica alcun riesame della valutazione in fatto compiuta dagli arbitri, posto che è pacifico che i contratti per cui è causa non recassero alcuna indicazione sulla metodologia di calcolo del MtM e che, come riscontrato dal CTU e riportato nel lodo, “in alcun documento si riscontra...la prospettazione di scenari probabilistici”; che, invero, il collegio arbitrale (a maggioranza), a fronte di tale situazione, ha ritenuto infondata la pretesa dell'odierna impugnante sul rilievo che, per quanto Euro Vast avesse “largamente richiamato la giurisprudenza secondo la quale la mancata indicazione del mtm e delle sue metodologie di calcolo renderebbe indeterminabile l'oggetto del contratto, causandone perciò la nullità”, tuttavia “il Tribunale Arbitrale (a maggioranza), aderendo all'opposto orientamento interpretativo”, era dell'avviso che la nozione di *mark to market* dovesse essere “tenuta distinta da quella di oggetto del contratto e la sua mancata indicazione non comporta un difetto di determinatezza o determinabilità dell'oggetto”.

Al riguardo il collegio arbitrale, da un lato, ha rilevato che, “nel caso di specie, i contratti fornivano tutti gli elementi essenziali ai fini della determinazione delle prestazioni a carico di ciascuna delle parti, stabilendo (oltre al nozionale di riferimento) i termini, i limiti e i parametri in base ai quali Euro Vast avrebbe dovuto provvedere all'acquisto di dollari al tasso *forward bonus* o al tasso *forward malus*, lucrando una differenza rispetto al tasso *spot*, ovvero subendo una penalizzazione tra il tasso *spot* e il tasso *forward malus*”; da un altro lato, ha sostenuto che “il *mark to market* esprime soltanto una proiezione finanziaria basata sul valore teorico di mercato in caso di risoluzione anticipata”, con la conseguenza che il suo “difetto





non incide sulla determinabilità dell'oggetto, riguardando soltanto un criterio di apprezzamento del valore e della convenienza economica del contratto”.

Ad avviso di questa Corte tale valutazione in diritto compiuta dal collegio arbitrale è contraddetta da quanto in proposito affermato dalla Suprema Corte di Cassazione con le due pronunce a Sezioni Unite sopra richiamate, posto che, contrariamente a quanto sostenuto dagli arbitri e dalla parte impugnata nel presente giudizio, deve ritenersi che la mancata indicazione del metodo di calcolo del mark to market incida negativamente sulla determinatezza - determinabilità dell'oggetto dei contratti derivati al punto da rendere gli stessi nulli.

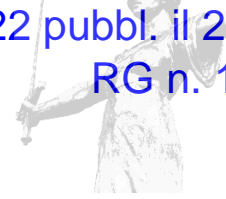
Invero, con la più recente sentenza a Sezioni Unite n. 21830/2021 la Suprema Corte, nel ribadire quanto già affermato dalla propria precedente pronuncia a sezioni Unite n. 8770/2020, ha rimarcato quanto segue *“E' palese, dunque, che le Sezioni Unite abbiano espresso un chiaro segnale adesivo all'orientamento 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.*

*Esse, in particolare, recepiscono la tesi incentrata sulla rilevanza dei contenuti contrattuali sopra detti ai fini della determinazione dell'oggetto negoziale, così avallando l'orientamento che ne valorizza il corrispondente difetto come ragione di nullità del contratto.*

*In altri termini, l'indicazione del mark to market, che individua il valore del contratto ad una certa data, nonché l'esplicitazione dei costi impliciti e dei c.d. “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... 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 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 (il*





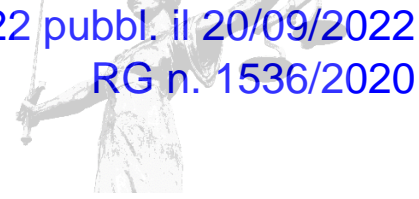
*dovere di informazione, invece, è fuori del contratto ed è oggetto di mera obbligazione di una delle parti, sanzionata, come si è già detto, con la responsabilità per i danni, e non con la nullità)”.*

Per completezza, va anche richiamato che con tale più recente pronuncia la Suprema Corte ha anche diffusamente illustrato la rilevanza del mark to market o, meglio, del criterio di calcolo dello stesso, quale indicazione che è suscettibile di determinare il consenso dell'investitore circa la distribuzione dell'alea ed i costi del contratto.

Al riguardo, è stato chiarito che *“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”*; che, per quanto trattasi di un valore destinato necessariamente a mutare a seconda del momento del suo calcolo e dello scenario di riferimento di volta in volta esistente, tuttavia, *“affinchè possa sostenersi che esso sia quantomeno 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”*; che, pertanto, *“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”*.

L'evidente contrasto tra quanto affermato (a maggioranza) dal collegio arbitrale ed i principi di diritto inequivocabilmente affermati dalla Supra Corte di Cassazione con le pronunce a Sezioni Unite sopra richiamate, consente di ritenere fondato il motivo di impugnazione di cui s'è detto, con conseguente declaratoria di nullità del lodo impugnato ex art. 829 co. 3 c.p.c. per violazione delle regole diritto relative al merito della controversia.





11) Per ciò che riguarda il profilo rescissorio del presente giudizio di impugnazione, meritano essere accolte le domande svolte nel merito e in via principale dalla parte impugnante, dovendosi ritenere che i medesimi principi che, inosservati dal collegio arbitrale, hanno determinato la nullità del lodo, implicino necessariamente l'accoglimento della domanda di dichiarazione di nullità dei contratti derivati conclusi tra le parti per mancanza del requisito di determinabilità dell'oggetto, ai sensi degli artt. 1418 co. 2 e 1346 c.c., in ragione della mancata indicazione del metodo di calcolo del MtM, posto che l'errata valutazione in diritto compiuta dagli arbitri consiste proprio nell'aver escluso, nel caso, il riconoscimento di tale ipotesi di nullità negoziale; che, del resto, è pacifico che i contratti derivati per cui è causa non recassero alcuna indicazione sul metodo di calcolo del MtM; che, peraltro, come evidenziato dall'arbitro avv. Emilio Girino nella propria opinione di dissenso, nel caso, ignorandosi i meccanismi di stima probabilistica impiegati dalla banca, la particolare complessità della struttura delle operazioni oggetto dei contratti era tale da poter indurre a differenti modelli di stima del rischio, con conseguente impossibilità per il cliente di valutare ex ante il potenziale rischio assunto con la sottoscrizione dei contratti stessi.

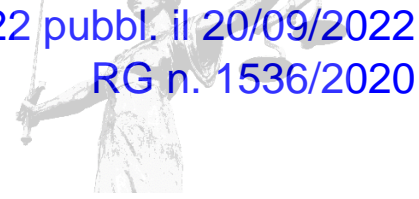
La ritenuta nullità dei contratti derivati conclusi tra le parti, implica, poi, l'accoglimento della conseguente domanda restitutoria proposta (sempre via principale) dalla parte impugnate con riferimento alle reciproche dazioni effettuate in esecuzione dei contratti stessi, domanda quantificata nell'importo di euro 1.786.023,00, corrispondente alle maggiori somme versate, in esecuzione dei contratti, per l'acquisto di dollari ad un cambio superiore a quello di mercato (a pronti), quantificazione questa che, peraltro, non è stata oggetto di alcuna specifica contestazione da parte della banca impugnata (la quale, diversamente, ha contestato la pretesa risarcitoria avanzata dall'impugnante in conseguenza della dedotta responsabilità della banca e, quindi, sulla base delle domande svolte in via subordinata dalla parte impugnante).

L'impugnata Deutsche Bank s.p.a. va, pertanto, condannata a restituire all'impugnante Euro Vast s.p.a. la somma di euro 1.786.023,00 oltre interessi legali dalla domanda al saldo.

12) Quanto alle spese, secondo il criterio della soccombenza, l'impugnata Deutsche Bank s.p.a. va condannata a rimborsare all'impugnante Euro Vast s.p.a. le spese di lite, come







liquidate in dispositivo in applicazione dei criteri di cui al D.M. 10/3/2014 n. 55, con liquidazione dei compensi ai parametri medi di tariffa e con esclusione della fase istruttoria-trattazione, non tenutasi in questo giudizio.

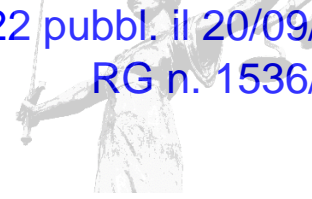
Alla stregua dell'esito finale della causa, tenuto conto della dichiarazione di nullità del lodo impugnato e dell'accoglimento delle domande della parte impugnante, la parte impugnata va, inoltre, condannata a rimborsare alla parte impugnante anche i compensi e le spese sostenute nel procedimento arbitrale in quanto *“anche nel giudizio di impugnazione per nullità del lodo arbitrale trova applicazione il principio, desumibile dall'art. 336, comma 1, c.p.c., secondo cui la riforma, anche parziale, della sentenza di primo grado ha effetto sulle parti dipendenti dalla parte riformata (c.d. effetto espansivo interno) e determina, pertanto, la caducazione del capo che ha statuito sulle spese di lite: ne consegue che il giudice di appello ha il potere – dovere di rinnovare totalmente, anche d'ufficio, il regolamento di tali spese, alla stregua dell'esito finale della causa”* (Cass. 25/8/2017 n. 20399; Cass. 4/6/2012 n. 8919).

#### **P.Q.M.**

la Corte d'Appello di Milano, ogni contraria istanza ed eccezione disattesa, definitivamente pronunciando sull'impugnazione proposta da EURO VAST s.p.a. nei confronti di DEUTSCHE BANK s.p.a. avverso il lodo arbitrale sottoscritto in data 30 gennaio 2020 dal Collegio Arbitrale della Camera Arbitrale di Milano (composto dal prof. avv. Attilio Zimatore e dagli avv.ti Emilio Girino e Claudio Visco), così provvede:

- 1) dichiara la nullità del lodo arbitrale impugnato;
  - 2) dichiara la nullità dei contratti derivati per cui è causa;
  - 3) condanna l'impugnata DEUTSCHE BANK s.p.a. a restituire all'impugnante EURO VAST s.p.a. la somma di euro 1.786.023,00 oltre interessi legali dalla domanda al saldo;
  - 4) condanna l'impugnata DEUTSCHE BANK s.p.a. a rimborsare all'impugnante EURO VAST s.p.a.:
- A) le spese del presente giudizio liquidate in complessivi Euro 22.917,00 per compensi ed euro 2.556,00 per anticipazioni, oltre 15 % per rimborso spese forfetarie, oltre IVA e C.P.A. come per legge;





B) le spese del procedimento arbitrale liquidate in complessivi euro 20.000,00 per compenso ed euro 3.100,00 per anticipazioni, oltre 15 % per rimborso spese forfetarie, oltre IVA e C.P.A. come per legge.

Così deciso in Milano, nella camera di consiglio del 10 marzo 2022.

Il consigliere est.

dott. Lorenzo Orsenigo

Il presidente

dott.ssa Carla Romana Raineri

Arbitrato in Italia

