



ATTUALITÀ

Dall'alea “razionale” alla causa concreta del derivato

12 Marzo 2026

Ugo Patroni Griffi, Ordinario di Diritto Commerciale, Università Aldo Moro Bari;
Docente di Diritto Commerciale, Luiss – Roma

Marcello Minenna, Professore a contratto di Asset Pricing, Università di Roma La Sapienza



Ugo Patroni Griffi, Ordinario di Diritto Commerciale, Università Aldo Moro Bari; Docente di Diritto Commerciale, Luiss – Roma

Marcello Minenna, Professore a contratto di Asset Pricing, Università di Roma La Sapienza

1. Alea razionale, *mark to market* e scenari probabilistici

La Cassazione n. 2262/2026 porta fino in fondo la nozione di alea “razionale” elaborata dalle Sezioni Unite 8770/2020, ma lo fa con un passaggio che merita di essere valorizzato sul piano dogmatico. Il contratto di swap non è solo un negozio aleatorio, bensì una “scommessa finanziaria differenziale” che diviene giuridicamente meritevole solo se l’alea è oggetto di un accordo misurabile secondo criteri scientificamente riconosciuti e condivisi, identificati proprio negli scenari probabilistici. In questo quadro l’informazione non è un elemento accessorio, ma entra nella stessa configurazione dell’oggetto e della causa.

Da qui discende il salto qualitativo operato dall’ordinanza 2262/2026: l’alea non è più soltanto un tratto tipologico del derivato, ma diviene il nucleo della sua causa concreta. Solo un rischio misurabile e condiviso può giustificare, sul piano dell’art. 1322, co. 2, c.c., l’ammissione di una “scommessa” al di fuori dell’art. 1933 c.c., grazie al rinvio selettivo dell’art. 23 TUF. In altri termini, la fattispecie causale del derivato si riempie di contenuto proprio attraverso gli strumenti che la teoria finanziaria utilizza per “prezzare” il rischio.

Proprio per questo è decisivo l’inciso della Cassazione secondo cui *mark to market* e scenari probabilistici costituiscono un’endiadi, l’uno “sostanzialmente privo di significanza” senza gli altri. Questa formulazione traduce, in linguaggio giuridico, il teorema fondamentale dell’asset pricing: il prezzo di uno strumento derivato è il valore atteso, scontato, dei *payoff* futuri, cioè la sintesi matematica di una distribuzione di probabilità sui possibili esiti del contratto.

Sul piano giuridico, ciò consente una puntualizzazione. Se il *mark to market* è l’esito di un’operazione di attualizzazione basata su scenari probabilistici, allora la loro esplicitazione non è un elemento occasionale dell’informativa, ma riguarda direttamente la determinabilità dell’oggetto e la razionalità della causa. La giurisprudenza (Cass. 21830/2021, 24654/2022, 7368/2024, 417/2025) ha già affermato che l’omessa esplicitazione del *mark to market*, dei costi impliciti e degli scenari può condurre alla nullità per indeterminabilità dell’oggetto e per difetto di causa, nullità strutturale e non meramente “virtuale”. L’ordinanza 2262/2026 consolida questo orientamento, introducendo al tempo stesso un criterio di modulazione legato alla complessità dello strumento.

La parte più innovativa dell'ordinanza è infatti il tentativo di articolare il contenuto descrittivo delle variabili di calcolo sottese agli scenari in modo proporzionato al grado di complessità del derivato. Per i *plain vanilla* di copertura, la Corte ritiene che la determinazione del fair value e degli scenari possa avvenire anche per relationem a modelli standard e a dati di mercato pubblicamente disponibili (curva dei tassi, metodo dei flussi di cassa attualizzati), senza necessità di un dettaglio analitico nel contratto. Per i derivati più complessi o speculativi, invece, è richiesta un'esposizione più articolata dei fattori che entrano nella formula di pricing e nel calcolo degli scenari.

Gli scenari probabilistici non vanno confusi con mere simulazioni storiche. Nella finanza quantitativa essi rappresentano distribuzioni di probabilità implicite nei prezzi di mercato, che riflettono le aspettative aggregate degli operatori sull'andamento futuro delle variabili finanziarie. Se sui mercati viene scambiato un asset a un determinato prezzo, quel prezzo incorpora le aspettative condivise sul futuro andamento delle variabili che ne determinano il valore, sulla base delle informazioni disponibili in quel momento. In questa prospettiva il passato ha un ruolo limitato: i modelli di pricing utilizzati nella pratica finanziaria sono infatti costruiti in chiave *forward looking*, a partire dalle informazioni incorporate nei prezzi di mercato.

Tale aspetto è ben noto a chi opera professionalmente sui mercati finanziari, dove le decisioni di investimento si basano sull'analisi delle informazioni correnti e sui segnali provenienti dai prezzi dei derivati. È proprio attraverso questi valori che si determinano i parametri e si calibrano i modelli utilizzati per le simulazioni numeriche che quantificano gli scenari e, in definitiva, i prezzi scambiati sul mercato.

La Cassazione, tuttavia, in un passaggio cruciale, giunge al dato storico: individuando la regolamentazione nazionale quale unico riferimento la comunicazione Consob 9019104/2009, che non dettaglia le modalità di calcolo degli scenari, finisce per richiamare modalità di rappresentazione dei rischi tipiche della disciplina comunitaria dei PRIPs, che si fondano su serie storiche.

2. Normativizzazione del sapere tecnico e ruolo della Consob

Il tema degli scenari probabilistici è invece ben definito nella regolamentazione nazionale. Esso entra già nei primi anni Duemila nel contesto dell'attività di vigilanza quantitativa della Consob sulla finanza strutturata. Quel percorso trovò formalizzazione in diversi atti dell'Autorità: nella comunicazione Con-

sob n. 5076376 del 17 novembre 2005, nella comunicazione n. 9019104 del 2 marzo 2009 richiamata dalla sentenza, nella successiva comunicazione n. 9025454 del marzo 2009 e nel Quaderno di Finanza Consob n. 63 dello stesso anno. Questi ultimi due documenti, in particolare, forniscono riferimenti metodologici puntuali per le determinazioni quantitative sottese agli scenari probabilistici. Non deve trarre in inganno la circostanza che la Commissione abbia utilizzato la formula del Quaderno di Finanza per fornire dettagli implementativi: quel documento è infatti redatto da un ufficio interno dell'Autorità, in particolare dall'Ufficio Analisi Quantitative, ed è l'unico della serie a non riportare i consueti *disclaimer* sull'esclusione di responsabilità.

Ne deriva una tensione. Il diritto recepisce un linguaggio nato per rappresentare probabilità implicite di mercato, ma lo declina alla luce di strumenti regolamentari costruiti in parte su logiche storiche.

Questa imprecisione, tuttavia, non appare tale da invalidare l'impianto innovativo della sentenza. Il merito della decisione consiste nel trasformare un requisito originariamente regolamentare – e neppure armonizzato a livello europeo – in parametro di validità civilistica del contratto. Il salto è compiuto attraverso la clausola generale di meritevolezza dell'art. 1322 c.c. e l'interpretazione dell'art. 23 TUF come delimitazione della "scommessa razionale". Si tratta di un esempio paradigmatico di normativizzazione del sapere tecnico: una categoria scientifica viene positivizzata per via giurisprudenziale mediante il rinvio a fonti soft, che diventano standard di correttezza causale e di determinatezza dell'oggetto.

In questa prospettiva il teorema fondamentale dell'*asset pricing* non opera più soltanto come criterio tecnico di valutazione economica, ma diviene parametro giuridico di validità del contratto. L'alea "razionale", espressa negli scenari probabilistici, entra così nella struttura della causa concreta del derivato.

3. Arbitrato, ordine pubblico economico e modello italiano dei derivati

Sul piano processuale, la vicenda conferma il ruolo centrale dell'art. 829, co. 3, c.p.c. nei giudizi di impugnazione dei lodi arbitrali in materia di derivati. La Corte d'appello di Milano aveva sostanzialmente confinato *mark to market* e scenari probabilistici nell'ambito degli obblighi informativi dell'intermediario, ritenendo che la loro eventuale omissione potesse rilevare al più sul piano della responsabilità contrattuale, ma non sulla validità del contratto e dunque non fosse sindacabile come violazione di norme di diritto o di ordine pubblico.

La Cassazione ribalta questo approccio. Secondo la Corte, l'affermazione contenuta nel lodo arbitrale – secondo cui *mark to market* e scenari non sarebbero necessari in assenza di una norma specifica che ne imponga l'indicazione – costituisce una vera e propria *regula iuris*. In quanto tale, essa è pienamente sindacabile ai sensi dell'art. 829, co. 3, c.p.c.

In questo modo la Corte collega esplicitamente la costruzione dell'alea razionale ai principi fondamentali dell'ordinamento, richiamando anche l'orientamento già espresso dalla giurisprudenza secondo cui i derivati – anche quando assumono una funzione speculativa – costituiscono negozi di funzione economico-sociale meritevole (Cass. 18781/2017; Sez. Un. 8770/2020), ma solo a condizione che rispettino determinati parametri di razionalità economica e di trasparenza strutturale.

L'endiadi *mark to market*/scenari probabilistici diventa così uno strumento attraverso cui la Corte riconduce la corretta misurazione dell'alea nel perimetro dell'ordine pubblico economico.

La giurisprudenza successiva alle Sezioni Unite aveva oscillato tra due letture. Da un lato una lettura "oggettiva", che considerava gli scenari probabilistici come elementi essenziali dell'oggetto e della causa del contratto; dall'altro una lettura più "soggettiva", che li collocava prevalentemente nell'ambito degli obblighi di trasparenza informativa.

L'ordinanza 2262/2026 tenta una sintesi tra questi due orientamenti. Da un lato conferma che l'assenza di un accordo sulla misura dell'alea – che comprende *mark to market*, formula di *pricing*, scenari probabilistici e costi impliciti – può integrare una nullità per indeterminabilità dell'oggetto o per difetto di causa. Dall'altro lato precisa che il contenuto concreto degli scenari deve essere modulato in funzione della struttura dell'IRS, della sua finalità economica (copertura o speculazione) e del grado di complessità del payoff.

Se gli scenari probabilistici devono riflettere le distribuzioni implicite incorporate nei prezzi di mercato, l'adempimento degli obblighi informativi non può limitarsi alla costruzione di scenari storici. È necessario che il cliente sia posto in condizione di comprendere come il mercato prezza i possibili stati del mondo.

In questa prospettiva si ridefinisce anche il confine tra contenuto essenziale del contratto e obblighi

informativi. La formula di attualizzazione, i fattori di scenario e la scomposizione dei costi impliciti appartengono al nucleo dell'accordo sull'alea; la rappresentazione grafica o tabellare degli scenari può invece collocarsi sul piano dell'informativa, pur restando funzionale alla comprensione della causa concreta del contratto.

Nel dibattito europeo sulla trasparenza dei prodotti finanziari complessi la posizione italiana – favorevole a una rappresentazione probabilistica dei rischi fondata sulle aspettative di mercato – è rimasta minoritaria rispetto a soluzioni più semplici, basate su dati storici. Ciò è dovuto anche alla forte eterogeneità delle capacità di analisi quantitativa tra le diverse autorità di vigilanza europee.

L'ordinanza 2262/2026, facendo leva sulle comunicazioni Consob e sul precedente delle Sezioni Unite, consolida dunque un modello "italiano" di controllo della validità dei derivati più esigente rispetto a quanto richiesto dal solo diritto dell'Unione europea in materia di trasparenza (MiFID e regolazione secondaria).

Sul piano sistemico questo orientamento rafforza la tutela dell'investitore e del contraente non finanziario, ma solleva anche interrogativi sul grado di armonizzazione con gli altri ordinamenti europei, nei quali gli stessi requisiti restano generalmente confinati nell'ambito degli obblighi informativi.

La Cassazione, consapevole di questo rischio, precisa tuttavia che l'esplicitazione di *mark to market* e scenari probabilistici non contrasta con le direttive 2004/39/CE e 2006/73/CE, ma rappresenta una declinazione funzionale all'esigenza di assicurare un'alea razionale e una causa meritevole.

In conclusione, la convergenza tra diritto ed economia – tutt'altro che scontata nel dibattito internazionale – sembra qui raggiungere un grado di maturità nuovo. La Cassazione non si limita a utilizzare un lessico finanziario, ma integra la teoria dei prezzi dei derivati nel cuore delle categorie civilistiche dell'oggetto e della causa, attraverso il filtro della meritevolezza ex art. 1322 c.c. e del perimetro dell'art. 23 TUF.

L'endiadi *mark to market*/scenari probabilistici diventa così il luogo nel quale si decide se un derivato sia una scommessa vietata oppure una "scommessa razionale" giuridicamente legittima.

Resta aperta, sul piano applicativo, la sfida di tradurre questi principi in criteri operativi per i giudici di merito e per gli arbitri: quali livelli minimi di specificazione degli scenari, quali standard probatori per dimostrare l'avvenuto accordo sull'alea, come distinguere tra mere violazioni informative e vizi genetici della causa. È probabile che proprio il contenzioso arbitrale sui derivati – come quello all'origine dell'ordinanza 2262/2026 – diventi il laboratorio nel quale questo “diritto degli scenari probabilistici” troverà progressivamente una propria grammatica condivisa.

DB non solo
diritto
bancario

A NEW DIGITAL EXPERIENCE

 **dirittobancario.it**
