

APPROFONDIMENTI

# Derivati OTC: la rilettura dei principi delle Sezioni Unite

Maggio 2026

**Silvia Morlino**, Senior Lawyer Phd LLM, Compliance, Intesa Sanpaolo



**Silvia Morlino**, Senior Lawyer Phd LLM, Compliance, Intesa Sanpaolo\*

**> Silvia Morlino**

Silvia Morlino ha maturato una vasta esperienza come avvocato specializzato in diritto finanziario internazionale presso studi legali di primo piano, prestando consulenza su questioni normative in materia di servizi finanziari, diritto bancario, diritto assicurativo, derivati, finanza strutturata, cartolarizzazioni, operazioni sui mercati dei capitali, prodotti assicurativi strutturati, fondi di investimento, finanziamenti con leva finanziaria, ristrutturazioni e diritto bancario e finanziario in generale. Specializzata in operazioni su derivati e finanza strutturata. Negli ultimi anni, Silvia Morlino, ha maturato esperienza come avvocato interno sia nell'Ufficio Legale che nel reparto Compliance.

\* Le opinioni espresse in questo articolo sono personali e non rappresentano il punto di vista dell'istituzione per cui lavora Silvia Morlino. Questo articolo è stato inviato per la pubblicazione il 18 aprile 2026; gli sviluppi nel settore successivi a tale data non sono inclusi.

## 1. Introduzione

I contratti derivati *over the counter* (OTC) sono ampiamente utilizzati dagli operatori finanziari e dai privati nel mercato finanziario domestico ed internazionale e sono stati generalmente definiti come strumenti con cui le parti si scambiano i rischi finanziari ed il cui valore dipende da un parametro sottostante. In relazione a detti contratti a livello europeo si trova una dettagliata disciplina degli obblighi informativi degli intermediari nei confronti dei clienti nella MiFID 2<sup>1</sup> ripresa a livello nazionale dal Testo Unico della Finanza<sup>2</sup> e nel Regolamento PRIIP<sup>3</sup>.

Nonostante i contratti derivati OTC, in considerazione della loro diffusione e standardizzazione, nonché a fronte del riconoscimento normativo del legislatore nazionale ed europeo si potrebbero ormai considerare contratti "socialmente" tipici e pertanto con una causa ed oggetto definito in astratto, si è assistito al progressivo consolidarsi di una giurisprudenza che ha teso a riscrivere la causa e l'oggetto dei contratti derivati OTC. Di conseguenza, in Italia si è affermata una nozione di contratto derivato OTC che si distingue dalla generale categoria riconosciuta nel mondo finanziario. Inoltre, utilizzando le categorie civilistiche dell'oggetto e della causa del contratto si è teso ad imporre sugli intermediari obblighi informativi aggiuntivi e diversi da quelli previsti dal legislatore europeo.

La nota decisione della Corte di Cassazione a Sezioni Unite n. 8770 del 12 maggio 2020 (c.d. "Sentenza Cattolica"), ha stabilito i requisiti dell'indicazione del *mark to market*, dei costi impliciti, dei criteri di calcolo del *mark to market* e la prospettazione degli scenari probabilistici a pena di nullità del contratto per difetto di causa/oggetto. In dettaglio, la Sentenza Cattolica verteva su una controversia tra una banca ed un ente locale avente a oggetto un *Interest Rate Swap* (IRS)<sup>4</sup> *over the counter* e pertanto se-

<sup>1</sup> La Direttiva n. 2014/65/UE (c.d. MIFID 2). La MIFID 2, come successivamente modificata ed integrata, in vigore dal 3 gennaio 2018, è il quadro normativo europeo che regola i mercati finanziari e la prestazione di servizi di investimento. Mira a migliorare la trasparenza, aumentare la protezione degli investitori e standardizzare i mercati, sostituendo la precedente MiFID I.

<sup>2</sup> D. lgs. n. 1998/58.

<sup>3</sup> Regolamento UE n. 1286/2014 (c.d. Regolamento PRIIP, Packaged Retail Investment and Insurance-Based)

<sup>4</sup> I contratti derivati IRS (Interest Rate Swap) sono strumenti finanziari in cui due controparti scambiano flussi di denaro per un determinato lasso di tempo, a intervalli stabiliti. La più diffusa forma di IRS è denominata *plain*

condo le prime interpretazioni si poteva ritenere applicabile solo in relazione a soggetti pubblici.

Successivamente, la Corte di Cassazione, Sezione I Civile, con sentenza del 29 luglio 2021, n. 21830, (la "Sentenza Scibetta"), pronunciandosi su un caso che aveva ad oggetto un IRS relativo a taluni mutui a tasso variabile contratti da una società, ha espressamente esteso la portata della sentenza Cattolica ai soggetti privati (i.e. società). I principi statuiti dalle Sezioni Unite sono stati, pertanto, ritenuti applicabili anche a soggetti diversi dai soggetti pubblici, un aspetto che nella sentenza Cattolica non era stato espressamente trattato.

Le corti di merito, negli anni successivi, hanno applicato i requisiti posti dalla Sentenza Cattolica con un approccio essenzialmente formale. Pertanto, in assenza di un'esplicita indicazione contrattuale del mark to market, dei costi impliciti, dei criteri di calcolo del mark to market e degli scenari probabilistici, numerose decisioni di merito hanno dichiarato la nullità del contratto.

Per quanto riguarda il mondo bancario ci si è interrogati sull'opportunità di modificare la documentazione contrattuale al fine di includere i requisiti posti dalla Suprema Corte, scontrandosi da un lato con l'assenza di un'esplicita previsione normativa e di riferimenti univoci su come esplicitare il metodo di calcolo del mark to market e gli scenari probabilistici; e dall'altro con il rischio di un potenziale conflitto tra i requisiti posti dalla Cassazione e le previsioni del diritto comunitario sull'informativa da fornire ai clienti. Occorre sottolineare che il dibattito ha essenzialmente riguardato i temi del metodo di calcolo del mark to market e degli scenari probabilistici poiché a seguito della Comunicazione Consob del 2009 sui Prodotti Illiquidi<sup>5</sup>, le banche avevano già introdotto nella documentazione dei derivati OTC l'indicazione del mark to market e dei costi impliciti. In questo scenario sono intervenute le Ordinanze della Corte di Cassazione nn. 2262/2026 e 2358/2026 (le "**Ordinanze Gemelle**") ponendo una rilettura dei principi delle Sezioni Unite che riconducono il sindacato del giudice di merito ad un'analisi del caso concreto piuttosto che ad un approccio formalistico.

<sup>5</sup> *vanilla swap* e si caratterizza per il fatto che uno dei due flussi di pagamenti è basato su un tasso di interesse fisso, mentre l'altro è indicizzato a un tasso di interesse variabile.

<sup>5</sup> Comunicazione Consob n. 9019104 del 2 marzo 2009.

## 2. I principi sanciti dalla Sentenza Cattolica e la Sentenza Scibetta

Al fine di apprezzare la portata delle novità introdotte dalle Ordinanze Gemelle occorre ripercorrere sinteticamente la Sentenza Cattolica. Le Sezioni Unite stabiliscono che gli *interest rate swap* costituiscono una "scommessa legale", consentita solo nella misura in cui tali contratti assumono la forma di una scommessa "razionale", eseguita in termini tali da consentire ad entrambe le parti di comprendere i rischi sottostanti il contratto e di apprezzarne le implicazioni. La misura dell'alea contrattuale deve essere "calcolata secondo criteri scientificamente riconosciuti e oggettivamente condivisi" affinché i contratti derivati OTC possano essere considerati validi secondo l'ordinamento italiano. A tal fine, l'accordo tra le parti dei contratti derivati dovrebbe contenere: i) l'indicazione del MTM del contratto e della modalità di calcolo del MTM; ii) i costi impliciti evidenziati con riferimento al MTM e iii) scenari probabilistici. La mancanza di accordo tra la banca e il cliente sulla misura del rischio contrattuale raggiunto mediante le informazioni fornite dalla banca sui requisiti indicati in precedenza rende il contratto nullo e non meritevole di tutela giuridica. In conseguenza della nullità del contratto, le parti dovranno restituire tutti i flussi di cassa pagati ai sensi del derivato OTC<sup>6</sup>.

<sup>6</sup> In dettaglio, nella Sentenza Cattolica, le Sezioni Unite partono da una definizione di contratti derivati IRS, come un derivato *cd. over the counter (OTC)*, ossia un contratto in cui gli aspetti fondamentali sono dati dalle parti, in quanto l'intermediario è tendenzialmente controparte diretta del proprio cliente e il contenuto non è standardizzato ma elaborato in funzione delle specifiche esigenze del cliente, e, come tale, non destinato alla circolazione. Le Sezioni Unite passano poi ad analizzare la causa dei contratti derivati, ritenendo che lo swap si configuri come una sorta di scommessa finanziaria differenziale caratterizzata dalla negoziazione e dalla monetizzazione di un rischio, per poi passare a valutarne la liceità: se cioè gli swap siano muniti di una valida causa in concreto da ravvisarsi nella presenza dell'accordo tra intermediario e investitore sulla misura dell'alea, non solo in termini di mark to market, ma anche di scenari probabilistici tramite i quali realizzare la gestione del rischio finanziario. Va inoltre tenuto presente che l'intermediario finanziario è un mandatario dell'investitore e, come tale, è tenuto a fornire raccomandazioni personalizzate al suo assistito anche in relazione ai costi impliciti dell'operazione, stante l'esistenza di un conflitto di interessi "naturale" determinato dalla coesistenza nel medesimo soggetto delle qualità di offerente e consulente. A giudizio delle Sezioni unite, quindi, gli swap si configurano "come negozi a causa variabile, perché suscettibili di rispondere ora ad una finalità assicurativa ora di copertura dei rischi sottostanti; così che la funzione che l'affare persegue va individuata esaminando il caso concreto" e, in mancanza di una adeguata caratterizzazione causale, detto affare sarà connotato da una irrisolutezza di fondo che renderà nullo il relativo contratto perché non caratterizzato da un profilo causale chiaro e definito (o definibile). Con riguardo alla stipula degli *interest rate swap* da parte degli Enti Pubblici e Comuni italiani, le Sezioni Unite hanno affermato la *regula iuris* secondo la quale, sulla base della disciplina normativa vigente all'epoca della conclusione del contratto (successivamente la legge n. 147 del 2013 ha escluso la possibilità di farvi ulteriore ricorso), l'ente locale poteva procedere alla stipula dei deri-

In un secondo momento, la Prima Sezione Civile della Corte di Cassazione, con la Sentenza Scibetta relativa ad un IRS tra una banca ed una società, ha espressamente esteso i nuovi requisiti posti dalle Sezioni Unite ai soggetti privati ampliando notevolmente il campo di applicazione di quanto deciso dalle Sezioni Unite unicamente con riguardo ad enti pubblici.

La Sentenza Scibetta, inoltre, elabora quanto indicato dalle Sezioni Unite con riguardo ai criteri di calcolo del mark to market sostenendo che il contratto deve sempre contenere il *criterio* di determinazione del *mark to market*. In dettaglio, statuisce che è necessario che sia esplicitata la formula matematica alla quale le parti intendono fare riferimento per procedere all'attualizzazione dei flussi finanziari futuri<sup>7</sup>.

### 3. Dall'alea razionale al giudizio di meritevolezza

Nella giurisprudenza della Suprema Corte successiva alla Sentenza Cattolica si è affermato che la nullità del contratto per mancato accordo sulla misura dell'alea non è virtuale ma strutturale, in quanto inerente sia il requisito dell'oggetto sia quello della causa, e dunque relativo ad elementi essenziali del

---

vati di copertura con qualificati intermediari finanziari "solo in presenza di una precisa misurabilità/determinazione dell'oggetto contrattuale, comprensiva sia del criterio del mark to market sia degli scenari probabilistici, sia dei cd. costi occulti, allo scopo di ridurre al minimo e di rendere consapevole l'ente di ogni aspetto di aleatorietà del rapporto, costituente una rilevante disarmonia nell'ambito delle regole relative alla contabilità pubblica, introduttiva di variabili non compatibili con la certezza degli impegni di spesa riportati in bilancio"; il divieto di concludere contratti speculativi viene, invece, ricondotto ai commi 4 e 6, dell'articolo 119 della Costituzione, che rispettivamente enunciano il vincolo dell'equilibrio finanziario e la necessaria finalizzazione dell'indebitamento alle spese di investimento.

<sup>7</sup> In dettaglio, la Corte di Cassazione, Sezione I Civile, con la Sentenza Scibetta in relazione al mark to market stabilisce 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**". Il ragionamento della Corte prosegue sostenendo che: "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".

contratto<sup>8</sup>. Tuttavia, nelle Ordinanze Gemelle si osserva che manca una certa coerenza sistematica nell'inquadramento di *mark to market* e scenari probabilistici in riferimento ai profili dell'oggetto, della causa e della meritevolezza. Su questa mancanza di chiarezza si inserisce la ricostruzione proposta nelle Ordinanze Gemelle. Il ragionamento dei giudici si articola sui seguenti passaggi: in primo luogo si osserva che il parametro della cd. alea razionale rileva essenzialmente ai fini del giudizio di meritevolezza cui il contratto, in quanto atipico, è soggetto ai sensi dell'art. 1322, secondo comma, cod. civ.; in secondo luogo si evidenzia che il giudizio di meritevolezza non coincide col giudizio di liceità del contratto, del suo oggetto o della sua causa, e deve investire non il contratto in sé, ma il risultato con esso avuto di mira dalle parti<sup>9</sup>; in terzo luogo si nota che la meritevolezza del contratto derivato OTC non può dipendere dalla chiarezza e comprensibilità delle clausole contrattuali; in quarto luogo si sottolinea che la meritevolezza di tutela del contratto non può essere apprezzata con un giudizio *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.

In conclusione, il parametro della c.d. alea razionale viene ricondotta nel più noto giudizio di meritevolezza. Applicando la categoria della meritevolezza, nelle Ordinanze Gemelle si osserva che il giudice è tenuto a svolgere una verifica sostanziale che il contratto sia stato stipulato da un investitore messo in condizione di acquisire consapevolezza del rischio insito nello specifico contratto. Viene, pertanto, sostanzialmente criticato l'approccio formalistico adottato dalla giurisprudenza di merito che va ad esaminare il testo contrattuale sostenendo invece la necessità di un esame del concreto scopo pratico perseguito dalle parti. Ne consegue che a seguito delle Ordinanze Gemelle pare potersi abbandonare la ricostruzione secondo la quale l'accordo delle parti sull'alea razionale richieda necessariamente la formalizzazione all'interno del contratto del metodo di calcolo del mark to market e degli scenari probabilistici. Rimane in ogni caso per gli intermediari il tema di valutare come ottenere una prova che l'investitore ha acquisto consapevolezza del rischio insito nello specifico contratto e se a tal fine sia opportuno inserire alcune informazioni o previsioni contrattuali specifiche relative ai requisiti posti dalle Sezioni Unite.

---

<sup>8</sup> Si veda Cass. n. 24654 del 2022, Cass. n. 7368 del 2024, Cass. n. 417 del 2025.

<sup>9</sup> Definito anche in dottrina come scopo pratico o causa concreta.

#### **4. Assimilazione degli “scenari probabilistici” alla nozione degli “scenari di performance” previsti dal Regolamento PRIIP**

Le Ordinanze Gemelle prendono una posizione alquanto netta anche con riguardo al tema degli scenari probabilistici. Viene espressamente enunciato che nella Sentenza Cattolica le Sezioni Unite, pur affermando la rilevanza degli “*scenari probabilistici*”, non hanno fornito una definizione dei medesimi. Inoltre, viene riconosciuta la difficoltà di individuare una previsione normativa a cui ancorare la definizione degli scenari probabilistici e la mancanza di un concetto di scenari probabilistici generalmente condiviso nella scienza giuridica.

In linea con quanto emerso in relazione alla dibattito nato a seguito della Sentenza Cattolica, le Ordinanze Gemelle evidenziano che l'unico riferimento agli “scenari” nella normativa di settore nazionale pare possa ritrovarsi nella Comunicazione Consob del 2009 sui Prodotti Illiquidi<sup>10</sup> e che successivamente tale nozione non è più stata ripresa in alcun atto normativo. In merito, osserviamo che in tale sede l'Autorità di Vigilanza non parla espressamente di scenari probabilistici ma di “*analisi di scenario di rendimento*” ed anche in questo caso non vi sono indicazioni dettagliate su come costruire i modelli sottostanti detti scenari. Le Ordinanze Gemelle ritengono che l'unico “*riferimento spendibile*” in tema di scenari sia quello contenuto Regolamento PRIIP<sup>11</sup>. Com'è noto, con il Regolamento PRIIP il legislatore, a seguito di una ampia consultazione con gli operatori, ha individuato e disciplinato gli scenari di *performance* come strumento per fornire un'informazione sui rischi degli strumenti finanziari, tra cui i contratti derivati OTC, all'investitore al dettaglio<sup>12</sup>. Riteniamo che sia da sottolineare come la Suprema Corte, con

<sup>10</sup> Nella Comunicazione Consob n. 9019104 del 2 marzo 2009 si osserva che “*In particolare, per illustrare il profilo di rischio di strutture complesse, è utile che l'intermediario produca al cliente anche le risultanze di analisi di scenario di rendimenti da condursi mediante simulazioni effettuate secondo metodologie oggettive (ossia rispettose del principio di neutralità al rischio.*”

<sup>11</sup> Si veda l'Allegato IV al Regolamento UE n. 1286/2014 (c.d. Regolamento PRIIP, Packaged Retail Investment and Insurance-Based). Il Regolamento PRIIP disciplina l'obbligo di redigere e consegnare il Key Information Document (KID) per i prodotti d'investimento al dettaglio e assicurativi preassemblati (PRIIPs). In vigore dal 1° gennaio 2018, impone standard uniformi per facilitare la comprensione e il confronto di costi, rischi e caratteristiche dei prodotti da parte degli investitori al dettaglio.

<sup>12</sup> Il Regolamento PRIIP disciplina l'obbligo di redigere e consegnare il Key Information Document (KID) per i prodotti d'investimento al dettaglio e assicurativi preassemblati (PRIIPs). In vigore dal 1° gennaio 2018, impone standard

le Ordinanze Gemelle, ritenga di doversi soffermare sulla scelta del legislatore europeo a favore degli scenari di *performance* e sulla definizione dallo stesso adottata per un'adeguata informativa del cliente al dettaglio. Partendo dalla definizione legislativa degli scenari di performance, le Ordinanze Gemelle escludono che gli scenari probabilistici possano essere intesi come una previsione certa del futuro andamento dei tassi, ritenendo che detta lettura sarebbe impossibile da attuare ed anzi risulterebbe inutile e fuorviante. La nozione di scenari probabilistici, pertanto, può essere costruita solo facendo riferimento ai dati storici principalmente relativi al rendimento medio ed alla volatilità. I modelli relativi agli scenari probabilistici potranno ragionevolmente fondarsi su un'analisi storica dell'andamento medio del prodotto finanziario. Più in dettaglio, viene chiarito che non si può richiedere agli intermediari finanziari una valutazione delle variabili basate sulle aspettative future, poiché detta valutazione non avrebbe il requisito dell'oggettività, potendo unicamente essere il riflesso di un'analisi soggettiva.

In conclusione, le Ordinanze Gemelle escludono che gli intermediari finanziari siano tenuti a fornire agli investitori una previsione del futuro andamento dei tassi. Inoltre, fanno espresso riferimento alla metodologia scelta dal legislatore europeo per gli scenari di performance con un richiamo ai dati storici e ad un'analisi storica dell'andamento medio del prodotto finanziario.

#### **5. Obbligo d'informativa dell'intermediario graduato sulla base della complessità del contratto derivato OTC**

Degno di nota nell'ambito delle Ordinanze Gemelle è anche il principio che l'obbligo d'informativa dell'intermediario debba essere graduato sulla base della complessità del contratto derivato OTC. Viene, invero, stabilito che l'ambito dei doveri informativi deve essere parametrato avendo riguardo all'esigenza sottostante il c.d. requisito dell'alea razionale, ovvero avendo presente che lo scopo è quello di consentire al cliente di valutare compiutamente i rischi dell'operazione. Considerando detta finalità e adottando ancora una volta un approccio sostanziale e non meramente formale, viene statuito che il contenuto dei doveri informativi dell'intermediario non è identico per tutti i tipi di contratti derivati OTC, ma varia in funzione del grado complessità del singolo contratto e delle variabilità che ne condizionano l'ese-

uniformi per facilitare la comprensione e il confronto di costi, rischi e caratteristiche dei prodotti da parte degli investitori al dettaglio.

cuzione. Ne consegue che le informazioni che devono essere comunicate al cliente possono essere stabilite dall'intermediario considerando la complessità e l'articolazione dello strumento finanziario.

Da quanto enunciato nelle Ordinanze Gemelle sembra potersi individuare una linea guida per gli intermediari che potranno valutare il grado di dettaglio dell'informativa da fornire al cliente basandosi sulla complessità dello strumento finanziario derivato proposto.

#### **6. Chiarimenti sul metodo di calcolo del market to market**

Con riguardo al metodo di calcolo del mark to market, le Ordinanze Gemelle forniscono dei chiarimenti rilevanti in relazione agli IRS plain vanilla ed agli IRS di copertura in linea con il principio che l'obbligo d'informativa dell'intermediario debba essere graduato sulla base della complessità del contratto derivato OTC, poc'anzi esaminato. Inoltre, trattando dei derivati complessi, vengono proposti degli spunti interessanti che possono guidare gli intermediari sulla descrizione del metodo di calcolo da inserire eventualmente nella documentazione contrattuale.

E' opportuno sottolineare che nelle Ordinanze Gemelle, la Corte, anche se in via esemplificativa, pare sposare la tesi che per gli IRS c.d. *plain vanilla* non vi sia la necessità di indicare il metodo di calcolo poiché il metodo per la valutazione degli stessi - basato sull'attualizzazione dei flussi finanziari attesi di scambio (tasso fisso e tasso variabile) - può essere facilmente individuato dalla generalità degli operatori.

Inoltre, viene affrontato il tema della valutazione degli IRS di copertura, ovvero dei derivati di tasso collegati ad un'esposizione sottostante del cliente al tasso variabile che hanno la finalità di trasformare detta esposizione al tasso variabile in un'esposizione tasso fisso. Secondo la Corte, detti derivati OTC hanno una struttura semplice e, pertanto, non sembra rinvenirsi la necessità di una specifica informativa sul mark to market e sul metodo di calcolo dello stesso.

Nei casi di ridotta complessità del contratto derivato OTC, secondo la Corte, pare corretto ritenere che non sia necessaria un'indicazione analitica del mark to market e del metodo di calcolo poiché i due fattori si possono individuare sulla base di criteri ritenuti standard nei mercati finanziari. Chiaramente tale regola appare applicabile solo nel caso in cui il mark to market sia facilmente desumibile dalla

struttura dell'operazione e si basi su metodologie di calcolo diffuse e di largo impiego.

Infine, con riguardo agli IRS ad elevata complessità viene specificato che la complessità dello strumento finanziario non comporta la necessità di inserire nel contratto formule matematiche finanziarie eccessivamente dettagliate. Sembra, pertanto, che la Corte voglia prendere le distanze dalla richiesta esplicita contenuta nella Sentenza Sicbetta di includere nel testo contrattuale le formule matematiche adottate.

Acclarato che la nozione di c.d. *alea razionale* vada ricondotta alla generale categoria del giudizio di meritevolezza del contratto, la descrizione del metodo di calcolo deve contenere unicamente gli elementi strettamente indispensabili a mettere l'investitore in condizione di acquisire consapevolezza del rischio insito nello specifico contratto. Nel fornire indicazioni sugli elementi che la descrizione del metodo di calcolo deve contenere, la Corte evidenzia come un'eccessiva mole di informazioni possa perfino rivelarsi controproducente ai fini della definizione del concreto oggetto dell'operazione.

In sintesi, le Ordinanze Gemelle chiariscono che la mancanza dell'indicazione del mark to market e del suo metodo di calcolo non può portare automaticamente alla nullità del contratto. I giudici di merito sono chiamati ad operare un esame approfondito delle condizioni concordate dalle parti per valutare se sia possibile individuare dalla struttura dell'operazione i criteri di determinazione del mark to market nei casi in cui detti criteri non siano oggetto di formale previsione nel contratto. Potrebbe, pertanto, essere sufficiente che i criteri di calcolo del mark to market siano desumibili dall'insieme delle previsioni contrattuali per evitare la declaratoria di nullità. Sicuramente tale principio pare potersi applicare nel caso degli IRS c.d. *plain vanilla* e degli IRS di copertura, atteso che in tal senso sembra esprimersi la Corte. Infine, pare utile richiamare l'attenzione sulle indicazioni fornite dalla Corte per valutare le modalità per inserire la descrizione del metodo di calcolo del mark to market nella documentazione contrattuale, la Corte sembra evidenziare che la descrizione del metodo di calcolo debba contenere solo gli elementi strettamente necessari poiché un'eccessivo dettaglio nelle informazioni potrebbe rivelarsi fuorviante rispetto all'effettiva percezione dell'oggetto dell'operazione da parte del cliente.

## 7. Considerazioni conclusive

Le Ordinanze Gemelle limitano la portata della Sentenza Cattolica fornendo una ricostruzione sistematica per gli operatori dei requisiti posti dalle Sezioni Unite e variamente interpretate in questi anni dalle corti di merito e dalla stessa Cassazione.

In primo luogo, il parametro della cd. alea razionale viene inquadrato nel più ampio giudizio di meritevolezza cui i contratti derivati OTC sono soggetti in quanto contratti atipici. Ne consegue che il giudice è tenuto a svolgere una verifica sostanziale che il contratto sia stato stipulato da un investitore messo in condizione di acquisire consapevolezza del rischio insito nello specifico contratto. Viene rigettato l'approccio formalistico che faceva seguire la declaratoria della nullità del contratto a fronte della mera constatazione della mancata enunciazione del mark to market, del suo metodo di calcolo, dei costi impliciti e degli scenari probabilistici.

In secondo luogo, viene auspicabilmente chiusa la ormai annosa discussione su cosa debba intendersi per scenari probabilistici e se gli stessi debbano avere una funzione predittiva dell'andamento futuro del contratto. Viene espressamente valorizzata la scelta fatta dal legislatore europeo a favore degli scenari di *performance* ritenendo che gli stessi costituiscano l'unico possibile ancoraggio normativo in tema di scenari. Ne discende che la nozione di scenari probabilistici viene ricondotta ad un'analisi storica dell'andamento medio del prodotto finanziario.

In terzo luogo, viene sancito che ai fini della definizione dell'alea razionale l'obbligo d'informativa dell'intermediario debba essere graduato sulla base della complessità del contratto derivato OTC. Pertanto, gli intermediari potranno valutare il grado di dettaglio dell'informativa da fornire al cliente ai fini della c.d. alea razionale basandosi sulla complessità dello strumento finanziario derivato proposto.

In quarto luogo, vengono forniti rilevanti chiarimenti con riguardo al requisito del metodo di calcolo del mark to market. I giudici di merito sono tenuti ad un esame concreto dell'assetto contrattuale stabilito dalle parti per verificare se sia possibile individuare dalla struttura dell'operazione i criteri di determinazione del mark to market nei casi in cui detti criteri non siano stati oggetto di formale previsione nel contratto. La Cassazione si spinge oltre l'approccio sostanziale, definendo alcuni casi in cui l'indicazione del MTM e del metodo di calcolo dello stesso sia da ritenersi superflua data la struttura semplice

dell'operazione e questo sarebbe il caso degli IRS c.d. *plain vanilla* e degli IRS di copertura. Il requisito del metodo di calcolo viene poi alleggerito poiché la Corte evidenzia che descrizione dello stesso deve contenere solo gli elementi strettamente necessari perché il cliente possa comprendere l'oggetto dell'operazione.

In conclusione, ne esce un quadro per l'operatività in derivati notevolmente più chiaro e meno ostico per gli intermediari. Si auspica che le corti di merito si attengano all'invito della Suprema Corte ad adottare un approccio basato sulla verifica del concreto assetto contrattuale e sul fine perseguito dalle parti e ad evitare una declaratoria di nullità basata sul mero dato formale della mancanza nel contratto dei requisiti stabiliti dalle Sezioni Unite.

Per completezza di analisi, non possiamo esimerci dall'osservare che permane un'asimmetria tra il mercato italiano e quello europeo, in quanto gli intermediari in Italia sono tenuti ad ottemperare a doveri informativi aggiuntivi in ossequio a c.d. parametro dell'alea razionale. Inoltre, la Cassazione sembra dimenticare che il legislatore europeo, e di riflesso quello italiano, abbia declinato gli obblighi degli intermediari anche alla luce della natura dei clienti, distinguendo chiaramente gli obblighi a cui sono tenuti gli intermediari nei confronti dei Clienti al dettaglio e gli obblighi a cui sono tenuti nei confronti dei Clienti Professionali. Rimane pertanto lo spazio per un'ulteriore correzione di rotta da parte della Suprema Corte per un'interpretazione della c.d. alea razionale e dei conseguenti doveri di informativa dell'intermediario che sia completamente allineata al quadro legislativo creato dal legislatore europeo.



**DB** non solo  
diritto  
bancario

A NEW DIGITAL EXPERIENCE

 **dirittobancario.it**

---