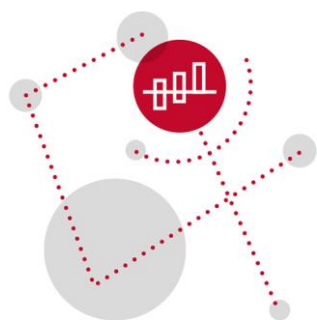


Focus Team Debt Capital Markets

09 Febbraio 2026

La Cassazione corregge il tiro sui derivati: le Ordinanze della Prima Sezione ridimensionano la Sentenza Cattolica**Focus Team Debt Capital Markets****Team leader**

Massimiliano Danusso
massimiliano.danusso@belex.com
Tel. +44-20-76536888

In sintesi

Con due ordinanze pubblicate a distanza di un giorno, la Prima Sezione della Cassazione - con due relatori diversi ma lo stesso collegio - riscrive le regole del gioco sui derivati. Il messaggio è univoco: la Sentenza Cattolica (SS.UU. n. 8770/2020) non significa che ogni IRS privo di un'esplicita indicazione di *mark to market* e "scenari probabilistici" sia automaticamente nullo. Le Ordinanze ridefiniscono il concetto stesso di "scenario probabilistico", lo ancorano a dati oggettivi e storici, e introducono un principio di proporzionalità. Cruciale il chiarimento secondo cui le informazioni sull'alea non devono necessariamente essere inserite nel contratto. Per i derivati di copertura *plain vanilla*, il verdetto è netto: possono essere validi anche senza specifica enunciazione di tali elementi, se i criteri di calcolo sono desumibili dalla struttura dell'operazione e da modelli *standard* pubblicamente disponibili.

1. Il contesto: cinque anni di caos applicativo

Chi opera nel contenzioso sui derivati conosce bene il problema. La Sentenza Cattolica del 2020 — pronunciata dalle Sezioni Unite in un caso riguardante un ente locale — ha enunciato un principio di ampia portata: per la validità di un contratto IRS, occorre verificare che vi sia stato un "accordo tra intermediario ed investitore sulla misura dell'alea, calcolata secondo criteri scientificamente riconosciuti ed oggettivamente condivisi", accordo che deve investire non solo il *mark to market* ma anche gli "scenari probabilistici" e "la misura qualitativa e quantitativa dell'alea e dei costi, pur se impliciti".

Il principio, benché originato da una fattispecie di derivato sottoscritto da un ente locale, è stato esteso dalla giurisprudenza successiva a tutti i derivati, anche quelli tra operatori professionali. E la sua applicazione concreta ha prodotto esiti devastanti: **corti di merito che dichiarano nulli contratti IRS di copertura perfettamente lineari, sul solo rilievo formale dell'assenza nel testo contrattuale di un'esplicita indicazione del *mark to market* e degli "scenari probabilistici"** - senza peraltro che nessuno si sia mai curato di definire con precisione che cosa questi ultimi siano.

Il risultato è stato un'interpretazione formalistica e meccanica, che ha trasformato la Sentenza Cattolica in una sorta di macchina per la nullità automatica, applicata indiscriminatamente a derivati di ogni complessità e finalità. Un esito che la stessa Corte che ha pronunciato la Sentenza Cattolica, con tutta probabilità, non aveva inteso.

2. I due casi**2.1 Ordinanza n. 2262/2026 — SAPI c. Deutsche Bank (Rel. Rolfi)**

La vicenda riguarda cinque contratti derivati in valuta (cross-currency swap), sottoscritti da una società industriale con Deutsche Bank a fini di copertura del rischio di cambio euro/dollaro. La società aveva prima beneficiato di numerosi swap andati a buon fine, per poi contestare la validità



Massimiliano Danusso
massimiliano.danusso@belex.com
 Tel. +44 20 7653 6888

Ettore Frustaci
ettore.frustaci@belex.com
 Tel. +39 06 8455 1215

Luca Stecca
luca.stecca@belex.com
 Tel. +44 20 7653 6885

Sergio Gasperini
sergio.gasperini@belex.com
 Tel. +39 06 8455 1228

dei cinque contratti risultati sfavorevoli, invocando la nullità per mancata indicazione di *mark to market*, costi impliciti e scenari probabilistici.

La Cassazione ha accolto il primo motivo di ricorso, cassando la sentenza d'appello per avere la Corte milanese disatteso i principi delle Sezioni Unite senza motivare il proprio dissenso. Ma - e qui sta il punto decisivo - **nel cassare la sentenza, la Corte ha profondamente ridefinito la portata e il significato di quei principi.**

2.2 Ordinanza n. 2358/2026 (Rel. Catallozzi)

Il secondo caso riguarda un IRS di copertura stipulato da una società agricola con un istituto bancario italiano, finalizzato a trasformare un mutuo da tasso variabile (Euribor 6 mesi) a tasso fisso (2,46% + spread 2,90%). Il Tribunale aveva dichiarato la nullità del contratto; la Corte d'Appello di Milano aveva riformato, dando ragione alla banca.

La Cassazione rigetta integralmente il ricorso della controparte bancaria. L'esito è ancora più netto della Ord. 2262: qui la banca vince in modo definitivo. La Corte rileva che il contratto conteneva l'indicazione del *mark to market* correttamente calcolato (€ 12.444), la classe di rischio (n. 4, con perdita possibile tra il 4% e il 6% del nozionale), e che i dati della curva *forward* erano "di pubblico dominio". Significativamente, **la stessa Corte riconosce "l'assenza di un uniforme orientamento della giurisprudenza di legittimità" e compensa le spese:** un'ammissione che le sentenze precedenti andavano in altra direzione.

Il fatto che le due ordinanze escano dallo stesso collegio ma con relatori diversi (Rolfi e Catallozzi) conferma che non si tratta della posizione di un singolo consigliere, ma di un orientamento condiviso e deliberato della Prima Sezione.

3. Le precisazioni chiave

3.1 La qualificazione giuridica: meritevolezza, non oggetto né causa

La giurisprudenza successiva alla Sentenza Cattolica aveva oscillato, attribuendo la mancata indicazione di *mark to market* e scenari probabilistici ora all'indeterminatezza dell'oggetto (art. 1346 c.c.), ora al difetto di causa (art. 1325 c.c.), ora all'immeritevolezza dell'interesse (art. 1322, comma 2, c.c.). Entrambe le Ordinanze fanno chiarezza: **il profilo rilevante è esclusivamente quello della meritevolezza.**

L'Ordinanza n. 2358 è ancora più esplicita nell'articolare una sequenza logica: *prima* va condotto il giudizio di meritevolezza (alea razionale); *solo dopo* — superato positivamente questo vaglio — si pone il problema di valutare la validità del contratto in relazione ai requisiti dell'art. 1325 c.c. L'alea razionale è "estranea alla individuazione degli interessi che il contratto è concretamente diretto a realizzare" e risulta "assorbita dalla valutazione di meritevolezza" (§ 6.17).

La conseguenza pratica è importante: se il contratto contiene gli elementi essenziali individuati dalle Sezioni Unite (nozionale, scadenze, misura degli interessi), l'oggetto è determinato e la causa è sussistente. La mancata indicazione del *mark to market* non rende l'oggetto "indeterminabile" né la causa "assente". Nelle parole dell'Ord. 2262: "l'oggetto del contratto è solo per questo determinato-determinabile, né diviene indeterminabile perché l'«alea razionale» è costruita su un *mark to market* e scenari probabilistici campati in aria".

3.2 Che cosa sono gli "scenari probabilistici" (finalmente)

Dalla Sentenza Cattolica in poi, tribunali e controparti delle banche hanno invocato la necessità degli "scenari probabilistici" senza che nessuno fosse in grado di definirli. Come sottolinea l'Ord. 2358 (§ 6.21): le Sezioni Unite "hanno, sì, richiamato la rilevanza degli «scenari probabilistici», ma non hanno fornito una definizione dei medesimi: scenari probabilistici che non hanno una base normativa, né corrispondono ad un concetto condiviso generalmente nella scienza giuridica".

Entrambe le Ordinanze colmano la lacuna. Gli scenari probabilistici **non possono essere intesi come una previsione del futuro andamento dei tassi** — previsione che l'Ord. 2262 qualifica come un esercizio che "sfiorerebbe l'aruspicina" e che l'Ord. 2358 definisce "inutile, e semmai fuorviante, poiché tutto teorica".

Gli scenari probabilistici vanno invece intesi come **il novero delle informazioni relative a dati storici (rendimento medio e volatilità) utilizzati per la determinazione del mark to market**. Il solo riferimento normativo spendibile è quello degli "scenari di performance" del Regolamento PRIIP (UE n. 1286/2014): stime basate su variazioni storiche del valore dell'investimento. Non un requisito misterioso, ma un dato oggettivo e misurabile.

3.3 Il principio di proporzionalità

Il contenuto degli obblighi informativi necessari per integrare l'«alea razionale» **varia in funzione del grado di complessità del singolo contratto**. Per i derivati di copertura *plain vanilla* — mero scambio tasso fisso/variabile — l'indicazione di *mark to market* e scenari probabilistici **"non esige una concreta analiticità"**. In questi casi, "ben potrebbe ritenersi non necessaria una specifica indicazione, qualora la stessa sia comunque desumibile dall'architettura della concreta operazione".

L'Ord. 2262 formula un esempio concreto: mutuo decennale € 1M a tasso variabile 3%, coperto con IRS *plain vanilla* al 3,2% = "nessuna incognita distinguibile". L'Ord. 2358 conferma nella pratica: l'IRS oggetto della pronuncia — trasformazione da Euribor 6m a fisso 2,46% + spread — è dichiarato valido con struttura informativa sostanziale ma non analitica.

Di converso, anche per i derivati più complessi, la Corte ammonisce che l'esigenza di indicazioni specifiche "non può in alcun modo condurre all'affermazione della necessità di inserire nelle pattuizioni un coacervo di elementi valutativi probabilistici e matematico-finanziari eccessivamente

dettagliato”, poiché un eccesso di dati “ben lungi dal consentire il coagularsi di una effettiva «alea razionale» ben potrebbe rendere tale esito più remoto”.

3.4 Le informazioni sull’alea non devono essere nel contratto

L’Ordinanza n. 2358 aggiunge una precisazione di grande rilevanza pratica (§ 6.33): la necessità che l’accordo investa la misura dell’alea, “attenendo al profilo della meritevolezza del contratto e non già alla determinabilità del suo oggetto, **non richiede che le informazioni rilevanti ai fini dell’apprezzamento dell’alea siano inserite all’interno del contratto e facciano parte di questo, essendo sufficiente che all’investitore siano state somministrate le opportune informazioni**”.

Il passaggio spezza definitivamente il nesso tra formalismo contrattuale e validità del derivato. L’informativa può essere fornita attraverso documenti pre-contrattuali, informative MiFID, schede prodotto, o anche risultare dalla pubblica disponibilità dei dati. Non è più sostenibile la tesi secondo cui il contratto è nullo per il solo fatto che nel suo testo non figurano le parole “*mark to market*” e “scenari probabilistici”.

4. Implicazioni pratiche

I contratti derivati di copertura *plain vanilla* rappresentano la stragrande maggioranza delle operazioni oggetto di contenzioso in materia. L’approccio formalistico delle corti di merito — mero accertamento dell’assenza testuale nel contratto di *mark-to-market* e scenari probabilistici — ha prodotto declaratorie di nullità di contratti dalla struttura di agevolissima comprensione. Le Ordinanze offrono gli strumenti argomentativi per superare questo approccio.

I giudici di merito sono ora chiamati a un accertamento in concreto: non più la ricerca di formule sacramentali, ma la verifica — sulla scorta dell’architettura dell’operazione, della sua complessità e della disponibilità pubblica dei dati che, come lascia intendere l’Ord. 2358 il cliente dunque è tenuto a conoscere dovendo agire “in modo avveduto”, in applicazione del principio di autoresponsabilità (§ 6.28) — della sussistenza di un’“alea razionale”.

L’Ord. 2358 chiude inoltre una strada processuale molto frequentata: l’eventuale violazione degli obblighi informativi precontrattuali **“non si colloca sul piano della realizzazione del programma negoziale, quanto su quello genetico, la cui tutela non è affidata al rimedio risolutorio”** (§ 8.4). Il cliente non può invocare la risoluzione per inadempimento sulla base della mancata informativa precontrattuale.

5. Un’ultima osservazione

Resta un punto irrisolto. Le Ordinanze mantengono la qualificazione del contratto derivato come “scommessa finanziaria differenziale”, ereditata

dalla Sentenza Cattolica. Eppure, le stesse Ordinanze dimostrano, con l'esempio del contratto derivato *plain vanilla* di copertura, che questa qualificazione è fuorviante: un contratto che trasforma un mutuo da tasso variabile a fisso non è una “scommessa”, ma uno strumento di gestione del debito. L'auspicio è che la Corte, in futuro, compia anche questo passo.

6. Convergenza con la giurisprudenza inglese

La lettura della Sentenza Cattolica operata dalle Ordinanze è sostanzialmente convergente con quella già fornita dalla High Court inglese nella sentenza di Ms. Justice Cockerill sul caso del Comune di Busto Arsizio [*Deutsche Bank v Comune di Busto Arsizio* [2021] EWHC 2706 (Comm)], nella quale il giudice inglese aveva riconosciuto la validità di derivati sottoscritti dall'ente locale, rilevando che la Sentenza Cattolica non imponeva un formalismo contrattuale indiscriminato (“*any hard and fast rule*”), ma richiedeva un esame concreto della struttura contrattuale, della sua funzione, e degli elementi informativi forniti al cliente della banca.

La convergenza tra la giurisprudenza della Cassazione e quella della High Court inglese rafforza la posizione delle banche nei contenziosi cross-border e conferma la solidità dell'interpretazione sostanzialistica della Sentenza Cattolica, che Bonelli Erede ha sempre sostenuto.



Focus Team Debt Capital Markets

Il Focus Team è una costellazione di competenze in diversi ambiti di attività con *focus* sul *debt capital markets*.

Massimiliano Danusso

Banking & Finance

Giovanni Battaglia

Banking & Finance

Marco Boldini

Financial regulatory

Enrico Castellani

Banking & Finance

Ettore Frustaci

Banking & Finance

Antonio La Porta

Banking & Finance

Francesca Marchetti

Banking & Finance

Andrea Novarese

Banking & Finance

Ilaria Parrilla

Banking & Finance

Marco Passalacqua

*Litigation & Dispute Resolution/Restructuring
- Bankruptcy*

Emanuela Spinelli

Corporate Criminal Law

Luca Stecca

Banking & Finance