

# Mark-to-market e scenari: la Cassazione riapre il caso derivati

Milano Finanza - Numero 062 pag. 12 del 28/03/2026

Partita derivati chiusa? No, perché due ordinanze del 3 e 4 febbraio scorsi (nn. 2262 e 2358) ridiscutono il risultato raggiunto dalle Sezioni Unite nella nota sentenza 8770/2020 con cui la Corte di Cassazione sancì che i derivati sono scommesse riconosciute dall'ordinamento per finalità non ludiche purché basate su un'alea razionale, per cui l'assenza in un interest rate swap del mark-to-market, del suo metodo di calcolo e degli scenari probabilistici provoca la nullità del derivato per deficit di determinabilità del suo oggetto e conseguente impossibilità dell'investitore di perimetrare razionalmente l'alea dello strumento (tesi poi espansa e solidamente corroborata da Cassazione 21830/2021 e da ultimo ripresa dalla pronuncia 417/2025). Con lievi varianti lessicali ma con contenuti di fatto gemelli le due ordinanze riesaminano ipercriticamente la sentenza 8770, cui pur dichiarano di attenersi. In estrema sintesi: a) il mark-to-market e il metodo di calcolo non fanno parte dell'oggetto del contratto; b) gli scenari probabilistici giuridicamente non esistono, si possono forse rinvenire negli scenari di performance di cui al Regolamento Ue 1286/2014 (Priips), i quali però sono inservibili essendo riferiti a risultati passati; c) nei derivati non complessi (Irs basis: fisso contro variabile) non serve comunicare la curva forward dell'Euribor, misura di pubblico dominio e quindi inutile per l'investitore; d) è sufficiente che gli siano fornite le opportune informazioni. L'esclusione del mark-to-market dall'oggetto del contratto e del metodo di stima si scontra con la giurisprudenza consolidata dal 2010 in poi: l'oggetto di scambio di un derivato è il differenziale di valore che si forma nel tempo sul sottostante e il mark-to-market è la sommatoria dei differenziali futuri attesi, dunque parte dell'oggetto del contratto, sia pur da determinarsi ex post. Noto essendo che le formule di calcolo possono essere differenti e condurre a non meno divergenti risultati, escluderne l'indicazione in contratto equivale a consegnare alla controparte un arbitrio decisionale. Il che preclude all'investitore di conoscere come verrà calcolata quella parte del differenziale (mark-to-market, per l'appunto) nel momento in cui lo swap dovesse chiudersi in corsa (parte da calcolarsi «secondo criteri scientificamente riconosciuti e oggettivamente condivisi», insegnano le Sezioni Unite) e di accettare una «scommessa» su basi razionali. Gli scenari probabilistici non entrano nell'oggetto del contratto, essendo parte del set informativo dovuto dall'intermediario al cliente. Valutazione corretta, ma le ordinanze sostengono che non esista una nozione di scenario probabilistico al di là di una comunicazione Consob (9019104/2009) non seguita da traduzioni normative. In realtà lo scenario probabilistico nel tempo ha trovato ampia definizione legale

MILANO FINANZA 28 Marzo 2026

### Il futuro dell'AI dipende da come le società la governeranno

di Paolo Savona\*

Il futuro dell'AI dipende da come le società la governeranno. Il tema è centrale per il mondo economico, politico e sociale. L'AI non è solo una tecnologia, ma un agente che sta cambiando il modo di lavorare, di studiare, di vivere. Le aziende che sapranno governare l'AI, che sapranno integrarla nel loro processo produttivo, che sapranno sfruttare al meglio le sue potenzialità, saranno le vincitrici. Le aziende che non sapranno farlo, che non sapranno integrarla nel loro processo produttivo, che non sapranno sfruttare al meglio le sue potenzialità, saranno le perdenti. Il futuro dell'AI dipende da come le società la governeranno.

Il futuro dell'AI dipende da come le società la governeranno. Il tema è centrale per il mondo economico, politico e sociale. L'AI non è solo una tecnologia, ma un agente che sta cambiando il modo di lavorare, di studiare, di vivere. Le aziende che sapranno governare l'AI, che sapranno integrarla nel loro processo produttivo, che sapranno sfruttare al meglio le sue potenzialità, saranno le vincitrici. Le aziende che non sapranno farlo, che non sapranno integrarla nel loro processo produttivo, che non sapranno sfruttare al meglio le sue potenzialità, saranno le perdenti. Il futuro dell'AI dipende da come le società la governeranno.

### Mark-to-market e scenari: la Cassazione riapre il caso derivati

Il caso derivati è stato riaperto dalla Cassazione. La sentenza 8770/2020, che aveva stabilito che i derivati sono scommesse riconosciute dall'ordinamento per finalità non ludiche purché basate su un'alea razionale, è stata riesaminata. Le Sezioni Unite hanno deciso di rivedere la sentenza, e di stabilire se i derivati sono scommesse riconosciute dall'ordinamento per finalità non ludiche purché basate su un'alea razionale, o se sono scommesse non riconosciute dall'ordinamento per finalità non ludiche purché basate su un'alea razionale. La sentenza 8770/2020 è stata riesaminata, e di stabilire se i derivati sono scommesse riconosciute dall'ordinamento per finalità non ludiche purché basate su un'alea razionale, o se sono scommesse non riconosciute dall'ordinamento per finalità non ludiche purché basate su un'alea razionale.

RETTIFICA BANCA DI CONVOCAZIONE ASSEMBLEA ORDINARIA

Il mensile che da più di 40 anni racconta e ispira le storie di successo in edicola e in digitale

SHOP.MILANOFINANZA.IT

(Regolamento Emittenti ante delibera 18210/2012; direttiva Ue 71/2003 e Regolamento 809/2004 allegato 1A), esso è uno strumento più che noto alla finanza quantitativa, impiegato nella costruzione dei relativi prodotti e basato su un calcolo stocastico delle potenziali casistiche di esito futuro. Lo scenario si riassume in una tabella che, raffrontando il prodotto a uno strumento privo di rischio, indica quali sono percentualmente le probabilità che il rendimento sia negativo o positivo (maggiore, uguale o inferiore) a quello dell'asset risk-free, accostando a ciascuna percentuale di evento un valore di perdita/profitto centrale, media fra minimi e massimi nel caso in cui si realizzi quella data probabilità. Nuovamente, escludere gli scenari dal set informativo riassume il rischio di non conoscibilità del perimetro aleatorio. Vero è infine che per un Irs basico può bastare un'informazione ridotta e che la curva forward è di pubblico dominio ma ad essa vanno associate le diverse probabilità di esito connesse alla volatilità dello strumento.

Da qui una forte incognita: quali sarebbero le informazioni alternative per centrare l'obiettivo voluto dalle Sezioni Unite («scommettere» a ragion veduta)? Un bel cruccio per chi vende derivati. Sullo sfondo un problema antico: spesso finanza e diritto non parlano la stessa lingua. Aumentare livello e qualità del dialogo fra giuristi e tecnici gioverebbe alla causa (riproduzione riservata)

Emilio Girino