Numero registro generale 25093/2021
Numero sezionale 4195/2025
Numero di raccolta generale 2262/2026
Data pubblicazione 03/02/2026

LA CORTE SUPREMA DI CASSAZIONE
SEZIONE PRIMA CIVILE

Composta dagli Ill.mi Sigg.ri Magistrati:

MAURO DI MARZIO	— Presidente
ROSARIO CAIAZZO	— Consigliere
PAOLO CATALLOZZI	— Consigliere
FEDERICO ROLFI	— Consigliere Rel.
PAOLO FRAULINI	— Consigliere

Oggetto: Arbitrato — Impugnazione — Contratti finanziari derivati — Requisiti — *Mark to market* — Scenari

R.G.N. 25093/2021

Ud. 28/11/2025 CC

ha pronunciato la seguente

ORDINANZA

sul ricorso iscritto al n. 25093/2021 R.G. proposto

da

[redacted], in persona del legale rappresentante *pro tempore*, rappresentata e difesa dall'avvocato [redacted]

– ricorrente –

contro

[redacted] in persona del legale rappresentante *pro tempore*, rappresentata e difesa dall'avvocato [redacted] unitamente all'avvocato [redacted]

Firmato Da: MAURO DI MARZIO Emesso Da: TRUSTPRO QUALIFIED CA 1 Serial#: 707655bda8ec6d02

– controricorrente e ricorrente incidentale –

avverso la sentenza della CORTE D'APPELLO MILANO n. 663/2021 depositata il 26/02/2021.

Udita la relazione svolta nella camera di consiglio del giorno 28/11/2025 dal Consigliere Dott. Federico Rolfi;

RITENUTO IN FATTO

1. Con sentenza n. 663/2021, pubblicata in data 26 febbraio 2021, la Corte d'appello di Milano, nella regolare costituzione di [redacted], ha respinto l'impugnazione proposta da [redacted] (di seguito, per brevità [redacted] avverso il Lodo arbitrale rituale n. ARB/16/00012 del 9 novembre 2018.

2. Come riferito nella decisione impugnata, [redacted] aveva sottoscritto con [redacted] in data 21 maggio 2012 un Accordo quadro per operazioni in derivati negoziati fuori dai mercati regolamentati secondo un modello predisposto dall'istituto di credito per investitori ricompresi nella categoria dei clienti professionali, contratto che veniva modificato in data 27 gennaio 2014.

Per coprire il rischio dato dalle oscillazioni di cambio euro/dollaro l'odierna ricorrente aveva sottoscritto numerosi contratti finanziari derivati (*swap*), molti dei quali giunti a scadenza *"con risultati favorevoli per la società impugnante"*.

[redacted], tuttavia, in relazione a cinque di tali contratti, aveva avviato la procedura arbitrale contemplata dalla clausola compromissoria contenuta nell'Accordo Quadro ed integrata nell'Accordo modificativo, contestando sia la nullità *ex* art. 1325 c.c. di tali contratti sia condotte inadempienti della [redacted]

Firmato Da: MAURO DI MARZIO Emesso Da: TRUSTPRO QUALIFIED CA 1 Serial#: 707655bda8ec6d02

agli obblighi imposti dall'art. 21 TUF e dal Reg. Consob n. 16190 del 29/10/2007, «*sostenendo* — riferisce la decisione impugnata — *che la Banca, con rappresentazioni e rassicurazioni ingannevoli sulla rischiosità delle operazioni in derivati, l'aveva indotta a sottoscrivere nuovi contratti più complessi rispetto a quelli previsti dall'Accordo quadro e non idonei a garantire la funzione di copertura voluta*».

Con il Lodo oggetto di impugnazione innanzi la Corte d'appello di Milano, il Collegio arbitrale aveva: I) rigettato la domanda di nullità dei cinque contratti derivati e la conseguente richiesta restitutoria formulata da [redacted], accertando — in accoglimento della domanda riconvenzionale di [redacted]. — la validità di detti contratti ; II) accolto parzialmente la domanda di accertamento della violazione, da parte di [redacted], degli obblighi di cui all'art. 21 del D. Lgs. n. 58/98 ed agli artt. 27 e 31 Reg. Consob n. 16190/07 ma rigettato la correlata domanda risarcitoria, accogliendo la domanda riconvenzionale di accertamento della correttezza delle condotte tenute dalla Banca nella negoziazione, sottoscrizione ed esecuzione dei contratti contestati per quanto riguardava le condotte residue.

3. Proposti da [redacted] — per quel che riguarda il presente giudizio di legittimità — sette motivi di impugnazione per violazione delle regole di diritto e dell'ordine pubblico *ex* art. 829, terzo comma, c.p.c., la Corte d'appello di Milano ha disatteso tutti i motivi, osservando — in sintesi — che non sussisteva nullità del lodo per avere il Collegio Arbitrale:

1) sia escluso che il *Mark to Market* costituisse oggetto ovvero causa del contratto, sia escluso l'indeterminatezza dell'oggetto contrattuale, in quanto l'odierna ricorrente si era limitata a

Firmato Da: MAURO DI MARZIO Emesso Da: TRUSTPRO QUALIFIED CA 1 Serial#: 707655bda8ec6d02

contrapporre all'interpretazione dei contratto operata dal Collegio arbitrale un'interpretazione diversa, laddove, da un lato, doveva ritenersi sussistente la causa dei contratti — costituita dallo scambio di rischi connessi con una intrinseca aleatorietà — e, dall'altro lato, l'indicazione del *Mark to Market* e degli scenari probabilistici non potevano ritenersi costituire oggetto del contratto;

2) violato il combinato disposto degli artt. 1418, 1325 c.c. e 23 TUF, dal momento che le deduzioni dell'odierna ricorrente si traducevano in una richiesta di revisione degli accertamenti compiuti dal Collegio arbitrale in ordine al contenuto dei contratti ed in un sindacato del merito della decisione;

3) violato il combinato disposto degli artt. 1418, secondo comma, e 1325 c.c. omettendo di qualificare la necessità di copertura quale causa contrattuale e di rilevare l'assenza della causa, in quanto le censure contenute nell'impugnazione non deducevano alcuna violazione o falsa applicazione di norme giuridiche, ma si sostanziavano nella sollecitazione ad operare un nuovo esame dei documenti prodotti nel corso dell'arbitrato, senza censurare il giudizio espresso dal Collegio Arbitrale, sulla base della consulenza tecnica da esso disposta, circa l'avvenuto rispetto degli obblighi informativi di cui all'art. 21 TUF;

4) escluso che la forma pattuita tra le parti costituisse forma *ad substantiam*, in quanto l'interpretazione offerta dal Lodo in ordine alle finalità di mera documentazione — e non di forma *ad probationem* o *ad substantiam* — della previsione di effettuazione degli ordini mediante registrazione telefonica

Firmato Da: MAURO DI MARZIO Emesso Da: TRUSTPRO QUALIFIED CA 1 Serial#: 707655bda8ec6d02

risultava pienamente conforme ai principi indicati dalla giurisprudenza di legittimità;

5) escluso, pur accertando la violazione dell'art. 21 TUF, la sussistenza di un danno, in quanto il Lodo aveva ravvisato una violazione degli obblighi informativi solo in relazione ai c.d. «costi impliciti», concludendo nel senso della scarsa importanza dell'inadempimento, laddove il motivo di impugnazione — ritenuto in ogni caso privo di specificità — si limitava a sollecitare una nuova valutazione di fatti e della rilevanza dell'inadempimento;

6) escluso, pur accertando la violazione del Regolamento Intermediari 16190/2007, la sussistenza di un danno, in quanto il motivo di impugnazione — oltre a riproporre la questione dell'adeguatezza dei contratti *swap* e della violazione delle previsioni in tema di causa, già oggetto del terzo motivo — aveva anche omesso di indicare la violazione in cui sarebbe incorso il Collegio Arbitrale sollevando contestazioni non dedotte nel procedimento arbitrale e limitandosi a riproporre le tesi difensive non accolte dal Lodo;

7) escluso, pur accertando la violazione dell'art. 1455 c.c., la sussistenza di un danno, valendo le considerazioni già svolte dalla Corte in relazione al quinto motivo.

La Corte d'appello ha, infine, osservato che: «*Il Lodo impugnato nel suo complesso risulta rispettoso dei principi fondamentali dell'ordinamento giuridico. L'effetto concreto prodotto con la decisione arbitrale non pone problemi di compatibilità con l'ordinamento giuridico al cui interno — secondo l'orientamento dominante in giurisprudenza — gli strumenti finanziari derivati, anche con finalità meramente*

Firmato Da: MAURO DI MARZIO Emesso Da: TRUSTPRO QUALIFIED CA 1 Serial#: 707655bda8ec6d02

speculativa, sono ritenuti validi e, comunque, negozi con una funzione economico sociale meritevole di tutela (Cass. n. 18781/2017; Cass. ss.uu. n. 8770/2020)».

4. Per la cassazione della sentenza della Corte d'appello di Milano ricorre [redacted]

Resiste con controricorso e ricorso incidentale condizionato [redacted]

5. La trattazione del ricorso è stata fissata in camera di consiglio, a norma degli artt. 375, secondo comma, e 380—*bis*.1, c.p.c.
Le parti hanno depositato memorie.

CONSIDERATO IN DIRITTO

1. Il ricorso principale è affidato a cinque motivi.

1.1. Il primo motivo di ricorso è rubricato: «*Nullità della sentenza impugnata — ai sensi dell'art. 360 co. I n. 1 cod. proc. civ. — per violazione e falsa applicazione degli artt. 829 co. III cod. proc. civ., 1418 co. II, 1322, 1325, 1346 e 1366 cod. civ. nonché degli artt. 21 e 23 TUF per avere la Corte di merito ritenuto non necessaria, ai fini della validità di un contratto derivato, l'indicazione del valore dello* swap *al momento della negoziazione, del* mark to market *e della metodologia di calcolo e degli scenari probabilistici sull'andamento dei tassi di interesse*».

1.2. Il secondo motivo di ricorso è rubricato: «*Nullità della sentenza impugnata — ai sensi dell'art. 360 co. I n. 3 cod. proc. civ. — per violazione e falsa applicazione dell'art. 829 co. III cod. proc. civ. per non avere la Corte di merito accertato e dichiarato la nullità del lodo arbitrale emesso in violazione delle regole di diritto di cui agli artt. 1418 co. II, 1322 co. II, 1325, 1366 e 1366 cod. civ. ovvero nullità*

Firmato Da: MAURO DI MARZIO Emesso Da: TRUSTPRO QUALIFIED CA 1 Serial#: 707655bda8ec6d02

della sentenza impugnata — ai sensi dell'art. 360 co. I, n. 4 cod. proc. civ. — per mancanza dei requisiti di cui all'art. 132 co. II, n. 4 cod. proc. civ. per motivazione apparente in quanto caratterizzata, nell'enunciazione di rigetto del terzo motivo di appello proposto da [redacted] dall'omessa qualificazione giuridica della fattispecie di contratto derivato quale contratto atipico, che necessita, ai fini della sua validità, di un'alea contrattuale razionale».

1.3. Il terzo motivo di ricorso è rubricato: «*Nullità della sentenza impugnata — ai sensi dell'art. 360 co. I n. 3 cod. proc. civ. — per violazione e falsa applicazione degli artt. 829 co. III cod. proc. civ., 1218 e 2697 cod. civ. nonché degli artt. 21 e 23 co. VI TUF, 27 e 31 del Regolamento Consob n. 16190/2007 per avere la corte di merito ritenuto di scarsa importanza l'inadempimento di [redacted] agli obblighi informativi e per aver violato e falsamente applicato le regole di diritto relative l'onere della prova circa il nesso causale tra inadempimento e danno subìto*».

1.4. Il quarto motivo di ricorso è rubricato: "*Nullità della sentenza impugnata — ai sensi dell'art. 360 co. I n. 4 cod. proc. civ. — per mancanza dei requisiti di cui all'art. 132 co. II n. 4 cod. proc. civ. per motivazione apparente in relazione al sesto motivo di appello proposto da [redacted] relativo alla nullità del lodo arbitrale per violazione del principio di ordine pubblico ovvero per violazione della regola di diritto di cui agli artt. 27 e 31 del Regolamento Consob n. 16190/2007*".

1.5. Il quinto motivo di ricorso è rubricato: «*Nullità della sentenza impugnata — ai sensi dell'art. 360 co. I n. 4 cod. proc. civ. — per mancanza dei requisiti di cui all'art. 132 co. II n. 4 cod. proc. civ. per motivazione apparente in relazione alla compatibilità dei contratti*

Firmato Da: MAURO DI MARZIO Emesso Da: TRUSTPRO QUALIFIED CA 1 Serial#: 707655bda8ec6d02

derivati sottoscritti da [redacted] *con l'ordinamento giuridico in quanto caratterizzata da contrasto irriducibile tra affermazioni inconciliabili*».

2. L'unico motivo di ricorso incidentale condizionato deduce, in relazione all'art. 360, n. 4, c.p.c., la «*nullità della sentenza impugnata (…) per violazione dell'articolo 829 co. 3, c.p.c. nella parte in cui ha respinto l'eccezione di inammissibilità del primo, del terzo, del quinto, del sesto e del settimo motivo di gravame di* [redacted]».

Si impugna la decisione della Corte d'appello nella parte in cui la stessa ha disatteso l'eccezione di inammissibilità dei motivi di impugnazione, argomentando che gli stessi non deducevano effettivamente violazioni di legge, come implicitamente riconosciuto dalla decisione impugnata, nel momento in cui la stessa ha rilevato che i motivi medesimi difettavano dei necessari requisiti di specificità o, in ogni caso, riguardavano valutazioni in fatto svolte dagli arbitri e, come tali, insindacabili da parte del giudice dell'impugnazione.

3. Il ricorso è fondato, nei limiti che ci si appresta a specificare.

3.1. Risulta, in particolare, fondato il primo motivo.

3.1.1. Preliminarmente, deve essere disattesa l'eccezione di inammissibilità del motivo, sollevata dalla ricorrente incidentale.

Va rilevato, in primo luogo, che le censure mosse dal motivo risultano ampiamente specifiche e sono indirizzate, non ad una valutazione in fatto espressa dalla Corte territoriale — come invece sostiene la ricorrente incidentale — bensì ad affermazioni che la Corte d'appello, nel respingere l'impugnazione del Lodo, ha svolto direttamente in diritto.

L'odierna ricorrente principale, quindi, viene a censurare specificamente il governo di norme di diritto operato dalla Corte territoriale nell'applicare l'art. 829 c.p.c., risultando, pertanto, l'ipotesi

Firmato Da: MAURO DI MARZIO Emesso Da: TRUSTPRO QUALIFIED CA 1 Serial#: 707655bda8ec6d02

in esame ben diversa da quella affrontata dalla decisione Cass. Sez. 1, Ordinanza n. 15192 del 2024 (o da Cass. Sez. 6 — 1, Ordinanza n. 15820 del 2020), richiamata dalla ricorrente incidentale in memoria *ex* art. 380-*bis*.1 c.p.c.

Va altresì rilevata la novità dell'eccezione che la ricorrente incidentale viene a sollevare nella memoria *ex* art. 380-*bis*.1 c.p.c. in nota n. 3 (pag. 10): l'affermazione della ricorrente incidentale per cui il tema della mancata comunicazione degli scenari probabilistici non sarebbe stata prospettata in sede di impugnazione del Lodo ma solo nella comparsa conclusionale del giudizio di appello, non solo non risulta essere stata formulata in controricorso con il necessario richiamo al contenuto degli atti di parte *ex* art. 366 c.p.c., ma anche risulta smentita direttamente dalla decisione impugnata, la quale menziona espressamente la tematica sia come motivo di impugnazione (pag. 8) sia come contenuto specifico delle proprie affermazioni in diritto.

La mera lettura della decisione impugnata, infine, vale a smentire la tesi della ricorrente incidentale, per cui la decisione della Corte territoriale sul motivo di impugnazione si sarebbe tradotta in una statuizione di inammissibilità: fermo quanto si osserverà anche in relazione al ricorso incidentale, infatti, appare evidente che la decisione della Corte ambrosiana si è tradotta in un vero e proprio rigetto nel merito del motivo di impugnazione, rigetto basato — come già osservato — su specifiche affermazioni in diritto ed in particolare sulla confutazione della tesi per cui il Lodo era viziato per aver escluso in via generale la necessità di indicare *mark to market* e scenari probabilistici nell'*IRS*, avendo la Corte d'appello espressamente ritenuto di fare propria la tesi del Lodo e non essendosi limitata a disattendere

Firmato Da: MAURO DI MARZIO Emesso Da: TRUSTPRO QUALIFIED CA 1 Serial#: 707655bda8ec6d02

l'impugnazione in quanto estranea all'ambito consentito dall'art. 829 c.p.c.

In sintesi, il motivo ora in esame censura una decisione di rigetto — e non di inammissibilità — della Corte territoriale, ed in particolare viene ad impugnare specifiche affermazioni in diritto contenute nella decisione, la quale non si è limitata a ritenere congrua l'interpretazione data dal Collegio arbitrale ai contratti all'origine del contendere ma è venuta a svolgere affermazioni generali che si traducono direttamente in un governo delle norme di diritto, la cui correttezza deve ora essere valutata.

3.1.2. Il perno della decisione della Corte territoriale sul primo motivo di impugnazione, infatti, è costituito dall'affermazione per cui: «*L'assenza di una norma specifica, che preveda, quale oggetto dei contratti* swap*, l'indicazione del* Mark to Market *o comunque di scenari probabilistici, non consente, quindi, di affermare alcuna violazione di norme imperative invocate dalla società impugnante e la nullità del Lodo*» (pag. 9).

Affermazione, questa, che la Corte ambrosiana motiva con la considerazione per cui tali profili si collocherebbero al di fuori della causa dell'operazione di *IRS*, in quanto tale operazione deve essere ricondotta ad una componente aleatoria connaturata al derivato, con la conseguenza che un eventuale sbilanciamento delle alee non incide sulla struttura del contratto, la cui causa risulta estranea alle informazioni ricevute, prescindendo dalla conoscenza o meno degli scenari probabilistici, incidenti al più, sui doveri di informazione correlati ad una responsabilità precontrattuale o contrattuale.

3.1.3. — La lettura della disciplina regolante la materia offerta dalla corte territoriale non è condivisibile.

Firmato Da: MAURO DI MARZIO Emesso Da: TRUSTPRO QUALIFIED CA 1 Serial#: 707655bda8ec6d02

Questa Corte ha avuto modo di pronunciarsi reiteratamente sulla tematica degli *IRS*, fissando già con Cass., Sez. Un., n. 8770 del 2020 il principio per cui, in tema di *IRS*, ai fini della validità del contratto, occorre verificare se si sia in presenza di un accordo tra intermediario ed investitore sulla misura dell'alea, calcolata secondo criteri scientificamente riconosciuti ed oggettivamente condivisi, con la conseguenza che tale accordo non si può limitare all'indicazione del *mark to market*, ma deve investire, altresì, gli scenari probabilistici e concernere la misura qualitativa e quantitativa della menzionata alea e dei costi, pur se impliciti.

La sentenza delle Sezioni Unite n. 8770 del 2020 ha osservato che il contratto di *Interest Rate Swap*, *IRS*, è un contratto derivato che prevede l'impegno reciproco delle parti di pagare l'una all'altra, a date prestabilite, gli interessi prodotti da una stessa somma di denaro, presa quale astratto riferimento e denominata «*nozionale*», per un dato periodo di tempo, e ne ha conseguentemente individuato gli elementi essenziali: (a) nella data di stipulazione del contratto, (b) nel capitale di riferimento (appunto il «*nozionale*»), che non viene scambiato tra le parti e serve unicamente per il calcolo degli interessi, (c) nella data di inizio, dalla quale cominciano a maturare gli interessi, (d) nella data di scadenza del contratto, (e) nelle date di pagamento, cioè quelle in cui sono scambiati i flussi di interessi e (f) nei diversi tassi di interesse da applicare al detto capitale (cfr. § 4.5.).

Hanno aggiunto le Sezioni Unite che l'*IRS* costituisce «*una sorta di scommessa finanziaria differenziale*», aggiungendo che, al fine di valutare «*se tali tipi di contratti perseguano interessi meritevoli di tutela ai sensi dell'art. 1322 cod. civ. e siano muniti di una valida causa in concreto*», occorre «*verificare se si sia in presenza di un accordo tra*

Firmato Da: MAURO DI MARZIO Emesso Da: TRUSTPRO QUALIFIED CA 1 Serial#: 707655bda8ec6d02

intermediario ed investitore sulla misura dell'alea, calcolata secondo criteri scientificamente riconosciuti ed oggettivamente condivisi, perché il legislatore autorizza questo genere di "scommesse razionali" sul presupposto dell'utilità sociale delle scommesse razionali, intese come specie evoluta delle antiche scommesse di pura abilità. Tale accordo non deve limitarsi al mark to market*, ma investire, altresì, gli scenari probabilistici. Esso dovrebbe concernere la misura qualitativa e quantitativa dell'alea e, dunque, la stessa misura dei costi pur se impliciti*» (§§ 6.1. e 6.2., ed anche 9.1. e 9.2.): difatti, l'art. 23, quinto comma, T.U.F., nell'escludere espressamente l'applicabilità dell'art. 1933 cod. civ. alle attività di investimento, agli strumenti finanziari derivati nonché a quelli analoghi individuati ai sensi dell'art. 18, quinto comma, del medesimo testo unico, «*non intende autorizzare* sic et simpliciter *una scommessa, ma delimitare, con un criterio soggettivo, la causa dello* swap*, ricollegandola espressamente al settore finanziario*» (§ 6.4.).

In tale prospettiva appare «*utile considerare gli* swap *come negozi a causa variabile, perché suscettibili di rispondere ora ad una finalità assicurativa ora di copertura di rischi sottostanti; così che la funzione che l'affare persegue va individuata esaminando il caso concreto e che, perciò, in mancanza di una adeguata caratterizzazione causale, detto affare sarà connotato da una irresolutezza di fondo che renderà nullo il relativo contratto perché non caratterizzato da un profilo causale chiaro e definito (o definibile)*» (§ 6.7.).

Fin qui il collegio è tenuto all'osservanza di quanto stabilito dalle Sezioni Unite, secondo il precetto fissato dall'ultimo comma dell'art. 374 c.p.c., fermo restando, naturalmente, che alla Corte è certo consentito di sviluppare ulteriormente, precisare e puntualizzare le

Firmato Da: MAURO DI MARZIO Emesso Da: TRUSTPRO QUALIFIED CA 1 Serial#: 707655bda8ec6d02

affermazioni contenute nella pronuncia, tanto più ove si consideri che essa è intervenuta per la prima volta, con una analisi approfondita, su un tema che la giurisprudenza di legittimità aveva all'epoca appena sfiorato.

3.1.4. — La successiva giurisprudenza ha per un verso univocamente ribadito che l'orientamento delle Sezioni Unite non opera nei riguardi dei soli *IRS* conclusi da pubbliche amministrazioni (Cass. n. 417 del 2025; Cass. n. 21830 del 2021) e che la validità dell'*IRS* non richiede prestazioni di valore equivalente, considerata la sua natura di «*scommessa finanziaria differenziale*», comunque razionale, neppure reagendo sulla validità del contratto la sua convenienza, chiarezza o aleatorietà (Cass., Sez. Un., n. 5657 del 2023, seguita da Cass. n. 28998 del 2023); ma, per altro verso, ragionando del *mark to market* e degli scenari probabilistici in riferimento ai profili dell'oggetto, della causa e della meritevolezza della pattuizione, nel prestare adesione al *dictum* della n. 8770, li ha intesi in modo non del tutto omogeneo.

Certo è che *mark to market* e scenari probabilistici, nell'ottica delle Sezioni Unite, non hanno mera rilevanza soggettiva, e quindi limitata al profilo dell'informazione dell'investitore — come opinato invece da parte della giurisprudenza di merito e della dottrina — ma assumano carattere oggettivo, così da impregnare, comunque, la varietà di operazioni ricondotte sotto la generica etichetta di *IRS*, contratti caratterizzati da livelli di complessità variabile, da basici ad estremamente articolati, nei quali i coefficienti di alea presentano quindi caratteri parimenti differenziati, varietà — che di qui a breve assumerà rilievo per i fini della decisione — di cui le stesse Sezioni Unite danno atto laddove riferiscono della elencazione, da parte del

Firmato Da: MAURO DI MARZIO Emesso Da: TRUSTPRO QUALIFIED CA 1 Serial#: 707655bda8ec6d02

legislatore, di «*molteplici figure*» le quali lasciando «*all'interprete il compito della* reductio ad unum*, laddove possibile*».

3.1.5. — Ma, come si diceva, l'inquadramento di *mark to market* e scenari probabilistici in riferimento ai profili dell'oggetto, della causa e della meritevolezza, non pare, nella giurisprudenza originatasi dal *dictum* delle Sezioni Unite, essere del tutto univoca. Con riferimento al profilo della «*meritevolezza*», è stato chiarito che il contratto di *swap* non è in sé immeritevole, posto che rientra nell'autonomia negoziale, nel quadro di applicazione del secondo comma dell'art. 1322 cod. civ. e che la relativa valutazione va compiuta *ex ante* e non *ex post*, sì da giudicare meritevoli i contratti di swap in cui l'investitore ha guadagnato e immeritevoli quelli in cui ha perso (Cass. n. 24014 del 2021). Si è poi osservato che la necessità di un'alea misurabile secondo criteri scientificamente riconosciuti e oggettivamente condivisi impone che siano esplicitati i costi impliciti, che determinano uno squilibrio iniziale dell'alea, il *mark to market* e, soprattutto, i cd. «*scenari probabilistici*» e che «*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 misurabilità/determinazione dell'oggetto contrattuale, allo scopo di ridurre al minimo e di rendere consapevole l'investitore di ogni aspetto di aleatorietà del rapporto*»; è dunque «*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*», sicché, in definitiva, «*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*

Firmato Da: MAURO DI MARZIO Emesso Da: TRUSTPRO QUALIFIED CA 1 Serial#: 707655bda8ec6d02

(matematici) su cui determinare l'aleatorietà del contratto, genera (al pari della carente esplicitazione dei costi impliciti dello stesso od ella 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» (Cass. n. 21830 del 2021). Viceversa, Cass. n. 32705 del 2022 ha sottolineato la necessità che «*gli elementi ed i criteri utilizzati per la determinazione del* mark to market *siano resi preventivamente conoscibili da parte dell'investitore, ai fini della formazione dell'accordo in ordine alla misura dell'alea, in assenza del quale la causa del contratto resta sostanzialmente indeterminabile*». Ed ancora, si è affermato che la nullità del contratto di *swap* per mancato accordo sulla misura dell'alea non è virtuale, ma strutturale, in quanto inerente sia al requisito dell'oggetto, sia a quello della causa, e, dunque, a elementi essenziali del contratto (Cass. n. 24654 del 2022, Cass. n. 7368 del 2024, Cass. n. 417 del 2025). È stato, altresì, osservato che la necessità di dare evidenza nel contratto al *mark to market* e ai costi impliciti non si pone in conflitto con la disciplina euro-unitaria, in particolare con gli artt. 19 dir. 2004/39/CE e 33 dir. 2006/73/CE, evidenziando che anche la Consob, con la comunicazione n. 9019104 del 2 marzo 2009, raccomanda espressamente agli intermediari di effettuare la scomposizione delle diverse componenti che concorrono al complessivo esborso finanziario sostenuto dal cliente per l'assunzione della posizione nel prodotto illiquido, distinguendo *fair value* (con separata indicazione per l'eventuale componente derivativa) e costi — anche a manifestazione differita — che gravano, implicitamente o esplicitamente, sul cliente e di fornire al cliente l'indicazione del valore di smobilizzo

Firmato Da: MAURO DI MARZIO Emesso Da: TRUSTPRO QUALIFIED CA 1 Serial#: 707655bda8ec6d02

dell'investimento nell'istante immediatamente successivo alla transazione, ipotizzando una situazione di invarianza delle condizioni di mercato (cfr. Cass. n. 7368 del 2024 e Cass. n. 147 del 2025). Infine, più recentemente, nel richiamare i principi espressi dalle Sezioni Unite e, in particolare, la necessità che la verifica del giudice di merito sulla liceità dell'IRS si soffermi sull'esistenza di un accordo tra intermediario ed investitore sulla misura dell'alea, calcolata secondo criteri scientificamente riconosciuti ed oggettivamente condivisisi, si è affermato che «*l'osservazione che il* mark to market *non è l'oggetto del contratto è in sé corretta, ma non lo è la conseguenza tratta in merito all'irrilevanza, ai fini della validità del contratto, dell'effettivo accordo tra intermediario e investitore, non solo sul* mark to *market, ma, più in generale, "sulla misura dell'alea", in modo che sia assicurato il "presupposto dell'utilità sociale»" che rende meritevoli di tutela le (sole) "scommesse razionali" stipulate nel qualificato e regolamentato contesto del "settore finanziario"*» (Cass. n. 4076 del 2025).

3.1.6. — Orbene, sembra al Collegio che le evidenziate disomogeneità siano ben spiegabili per la stessa difficoltà di eseguire una millimetrica *actio finium regundorum*, tra i tre profili menzionati, meritevolezza, oggetto e causa, tra loro in effetti ampiamente intrecciati: sembra tuttavia corretto reputare che l'espressione di *mark to market* e scenari probabilistici si collochi anzitutto e prevalentemente dal versante della meritevolezza.

Ed invero, il quadro giurisprudenziale di cui si è dato conto restituisce una assimilazione dell'*IRS* alle scommesse legalmente autorizzate, in quanto tale sottratto, ai sensi dell'art. 1935 cod. civ., alla regola della *soluti retentio*, e ciò indipendentemente dal fatto che lo stesso presenti una funzione di copertura di un rischio o speculativa.

Firmato Da: MAURO DI MARZIO Emesso Da: TRUSTPRO QUALIFIED CA 1 Serial#: 707655bda8ec6d02

Ne discende l'affermazione della natura di contratto aleatorio dell'*IRS*, in contrasto con l'opposta opinione che, facendo leva sulla distinzione tra alea giuridica e alea normale, ne predica la natura commutativa assumendo che il rischio insito nell'operazione è prettamente economico come tipicamente avviene quando vi è distanza temporale tra il momento di conclusione del contratto e quello della sua esecuzione: e, secondo questa S.C., l'*IRS* deve essere assistito da un'alea razionale, per tale dovendosi intendere l'alea assunta da un contraente in modo consapevole, per essere questi a conoscenza dei relativi tratti caratterizzanti ed essere, dunque, in grado di determinarsi alla conclusione del contratto tenuto conto della misura del rischio, quantunque, com'è ovvio, la razionalità dell'alea non fa necessariamente del contraente un investitore razionale, essendo egli, in quanto consapevole dell'alea che assume, potenzialmente in grado di agire razionalmente, e nel rispetto del principio di autoresponsabilità.

Ora, come si diceva, nella impostazione fatta propria dalle Sezioni Unite, come precisatasi nella successiva giurisprudenza, il parametro della cd. alea razionale sembra assumere rilevanza, essenzialmente, ai fini del giudizio di meritevolezza cui il contratto, in quanto atipico, è soggetto ai sensi dell'art. 1322, secondo comma, cod. civ.: difatti, dicono le Sezioni Unite, «*il legislatore autorizza questo genere di "scommesse razionali" sul presupposto dell'utilità sociale delle scommesse razionali, intese come specie evoluta delle antiche scommesse di pura abilità*».

Ebbene, è agevole rammentare 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

Firmato Da: MAURO DI MARZIO Emesso Da: TRUSTPRO QUALIFIED CA 1 Serial#: 707655bda8ec6d02

esso avuto di mira dalle parti, cioè lo scopo pratico o causa concreta che dir si voglia, e che una valutazione di immeritevolezza si impone solo quando il contratto sia contrario alla coscienza civile, all'economia, al buon costume od all'ordine pubblico (Cass., Sez. Un., n. 5657 del 2023): e cioè la conclusione di un contratto *IRS* non assistito da un'alea razionale persegue un interesse non meritevole di tutela in quanto si pone in contrasto con l'ordine pubblico economico che non tollera scommesse avente a oggetto uno scambio di flussi, per così dire, «*al buio*»; solo una volta conclusosi positivamente il giudizio di meritevolezza del contratto e, dunque, ritenuto che lo stesso sia stato stipulato da un investitore messo in condizione di acquisire consapevolezza del rischio insito in tale contratto, si pone il problema di valutarne la validità, in relazione alla sussistenza dei requisiti di cui all'art. 1325 cod. civ..

3.1.7. — In particolare, quanto alla verifica della sussistenza del requisito di una causa lecita, il riferimento al criterio dell'alea razionale appare largamente fuori centro, atteso che tale criterio, da un lato, risulta essere estraneo alla individuazione degli interessi che il contratto è concretamente diretto a realizzare (cd. scopo pratico del contratto) e, dall'altro, risulta assorbito dalla valutazione di meritevolezza.

Quanto alla causa, perciò, occorre accertare che il singolo contratto possegga una adeguata caratterizzazione, di copertura o speculativa, come richiesto dalla pronuncia delle Sezioni Unite, e, dunque, che vi sia congruenza tra il regolamento negoziale adottato e la finalità perseguita, in relazione alla idoneità della specifica conformazione del contratto ad assolvere la funzione corrispondente agli interessi che le parti intendono realizzare.

Firmato Da: MAURO DI MARZIO Emesso Da: TRUSTPRO QUALIFIED CA 1 Serial#: 707655bda8ec6d02

Non si tratta di affermare che la meritevolezza dell'operazione *IRS* può essere fatta dipendere dalla chiarezza o dalla «*astrusità*» delle sue clausole (Cass., Sez. Un., n. 5657 del 2023); né che la meritevolezza di tutela del contratto vada apprezzata *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: Cass. n. 32705 del 2022; Cass. n. 24014 del 2021). Si tratta, invece, di aver ben presente che — secondo un giudizio *ex ante* basato sulla stessa struttura operativa dell'*IRS* — l'indeterminatezza del *mark to market* e dei criteri di sua determinazione, può tradursi in un difetto funzionale originario dell'operazione contrattuale e cioè in un vizio causale.

3.1.8. — Quanto al requisito della determinatezza-determinabilità dell'oggetto, poi, essa prescinde dalla razionalità dell'alea, e va commisurata alla oggettiva funzionalità del contratto, in relazione alle obbligazioni reciproche dei contraenti: la nullità di un contratto di *IRS* per indeterminabilità dell'oggetto può insomma configurarsi solo quando manchino uno o più elementi necessari per l'individuazione del contenuto delle reciproche prestazioni, ma non anche quando difettano (altri) elementi finalizzati a consentire alle parti una più esatta comprensione del rischio assunto.

Detto in altri termini, se il contratto di *IRS* contiene l'indicazione degli elementi essenziali elencati dalle Sezioni Unite nei termini in precedenza riassunti (nozionale, date, misura degli interessi), l'oggetto del contratto, *i.e.* le reciproche prestazioni, è sol per questo determinato-determinabile, né diviene indeterminabile perché l'«*alea razionale*» è costruita su un *mark to market* e scenari probabilistici campati in aria.

Firmato Da: MAURO DI MARZIO Emesso Da: TRUSTPRO QUALIFIED CA 1 Serial#: 707655bda8ec6d02

L'assenza dell'alea razionale rende il contratto di *IRS* immeritevole: la sanzione è la nullità, in ciò dovendosi fare applicazione del *dictum* delle Sezioni Unite.

3.1.9. — Il contratto di *IRS* deve contenere l'indicazione di *mark to market* e scenari probabilistici. Ma, soprattutto quanto a questi ultimi, occorre operare qualche puntualizzazione, dal momento che le Sezioni Unite hanno, sì, richiamato la rilevanza degli «*scenari probabilistici*», ma non hanno fornito una definizione dei medesimi: scenari probabilistici che, d'altronde, non hanno, salvo quanto tra breve si dirà, una base normativa, né corrispondono ad un concetto condiviso generalmente nella scienza giuridica.

In proposito vale anzitutto osservare che *mark to market* e scenari probabilistici sono, nell'ottica delle Sezioni Unite, avvinti in endiadi: l'uno sostanzialmente privo di significanza in assenza dei secondi, ed entrambi concorrenti ad individuare l'«*alea razionale*» che rende meritevole l'*IRS*. Difatti, per ripetere l'insegnamento delle Sezioni Unite, «*comunica poco in ordine alla consistenza dell'alea*» e, dunque, va accompagnato con la informazione in ordine a tali «*scenari probabilistici*», quale dato all'evidenza utile per una migliore comprensione del rischio assunto, non sufficientemente rappresentato dall'indicazione del *mark to market,* e, dunque, dell'alea razionale. Inoltre, le Sezioni Unite richiedono che l'accordo sulla misura dell'alea, che interessa il *mark to market* e gli *scenari probabilistici*, sia calcolata — questo l'aspetto essenziale — «*secondo criteri scientificamente riconosciuti ed oggettivamente condivisi*».

Ora, degli scenari probabilistici non sembra rinvenirsi altra traccia, nella disciplina di settore interna, se non quella contenuta nella raccomandazione Consob n. 9019104 del 2 marzo 2009, laddove si

Firmato Da: MAURO DI MARZIO Emesso Da: TRUSTPRO QUALIFIED CA 1 Serial#: 707655bda8ec6d02

osserva: «*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*». Dopodiché, tuttavia, la nozione non risulta essere stata riprodotta in atti successivi di quella o di altra autorità. Il solo impiego di un concetto prossimo dotato di una sua oggettiva consistenza riconosciuta sembra allora rinvenirsi nell'allegato IV al Regolamento UE n. 1286/2014 (c.d. Regolamento PRIIP, *Packaged Retail Investment and Insurance-Based*), laddove si discorre di scenari di *performance*, i quali «*sono una stima della* performance *futura sulla base di prove relative alle variazioni passate del valore di questo investimento e non sono un indicatore esatto*».

Questo appare essere il solo riferimento spendibile. È dunque evidente che gli scenari probabilistici non possono essere intesi come una (ovviamente impossibile) previsione certa del futuro andamento dei tassi, sicché un eventuale inserimento di tale previsione — del tutto teorica, aleatoria e tale da sfiorare l'aruspicina — nel corpo degli *IRS* risulterebbe inutile, e semmai fuorviante, al pari del pronostico dell'andamento dei tassi di interesse in un qualunque contratto di mutuo a tasso variabile. Al contrario, è da ritenere che l'espressione «*scenari probabilistici*» utilizzata dalle Sezioni Unite vada intesa nel senso di fare riferimento al novero delle informazioni relative a dati storici (principalmente, rendimento medio e volatilità) utilizzati per la determinazione del *mark to market* e rivelatori della «*qualità*» dell'alea e, dunque, della stessa misura dei costi, pur se impliciti. Viene, dunque, in rilievo un significato di «*scenario probabilistico*» imperniato sull'analisi storica dell'andamento medio del prodotto finanziario,

Firmato Da: MAURO DI MARZIO Emesso Da: TRUSTPRO QUALIFIED CA 1 Serial#: 707655bda8ec6d02

sull'assunto che il futuro si comporterà come il passato, e privo di qualsiasi valutazione in ordine a variabili correttive basate sulle aspettative future: variabili che, come si è già detto, scontano un inevitabile difetto di oggettività, essendo il riflesso di valutazioni soggettive e non univoche che non consentono una accurata predizione dei tassi futuri, sicché non costituiscono quei «*criteri scientificamente riconosciuti ed oggettivamente condivisi*»

3.1.10. — D'altro canto, l'ambito dei doveri informativi su cui si basa l'alea razionale e, in particolare, quello relativo agli scenari probabilistici, deve essere interpretato in senso funzionale all'esigenza cui gli stessi sono sottesi, ossia di consentire al cliente di valutare compiutamente i rischi dell'operazione, rendendolo consapevole della «*misura qualitativa e quantitativa dell'alea*». Ne consegue che il contenuto di tali doveri informativi non è identico per tutti i tipi di contratti *IRS*, ma varia in funzione del grado complessità del singolo contratto e delle variabilità che ne condizionano l'esecuzione: maggiore è la complessità e l'articolazione dello strumento finanziario, maggiori sono le informazioni che devono essere comunicate affinché il contratto sia trasparente e il cliente possa consapevolmente determinarsi.

Così delimitato il problema, sembra potersi concludere che gli «*scenari probabilistici*» cui le Sezioni Unite di questa Corte hanno fatto riferimento consistono nella individuazione dei fattori che vengono posti in rapporto all'interno della formula matematica che viene a determinare il *mark to market*, in tal modo trasformando quest'ultimo da mero numero «*oracolare*» a risultato di un'operazione computazionale oggettiva, che non elide — evidentemente — l'alea dell'operazione *IRS* ma la rende «*razionale*», nel senso indicato.

3.1.11. — Di qui una duplice considerazione.

Firmato Da: MAURO DI MARZIO Emesso Da: TRUSTPRO QUALIFIED CA 1 Serial#: 707655bda8ec6d02

La prima è che — ove si tenga conto che gli *IRS* costituiscono operazioni il cui livello di complessità viene a variare a seconda della tipologia di operazione concreta posta in essere — risulta chiaro che la specificità nell'indicazione degli «*scenari probabilistici*» risulterà direttamente proporzionale alla complessità dello stesso singolo, concreto, *IRS*, imponendosi l'esigenza che l'oggetto dello stesso sia determinato o determinabile ma non che sia oggetto di un dettaglio che esorbita dal parametro della determinatezza.

Solo per fare un esempio, si è evidenziato che, nel caso di un derivato *IRS* c.d. *plain vanilla* — e cioè un derivato che prevede il puro e semplice scambio di flussi finanziari rispettivamente a tasso fisso e a tasso variabile — la determinazione del *fair value* presenta caratteri di marcata linearità, potendosi applicare un metodo comunemente denominato *discounted cash flow method*, ovvero un metodo che si basa sull'attualizzazione dei flussi finanziari attesi di scambio — tasso fisso e tasso variabile — e quindi un metodo che, a ben vedere, ben può essere individuato dalla generalità degli operatori senza bisogno di specifiche indicazioni (e si può citare il caso definito da questa Corte con l'ordinanza Cass. Sez. 1, Ordinanza n. 15192 del 2024, nel quale il giudice di merito aveva osservato che nel contratto non erano indicati «*i cd. dati di mercato, ovvero la curva dei fattori di sconto impiegata per l'attualizzazione dei flussi monetari attesi e per il calcolo dei tassi* forward*, ma che tali dati erano pubblicamente disponibili per mezzo dell'applicativo Bloomberg e che il modello per effettuare la valutazione del* mark to market *era "standard", per cui non vi era bisogno di richiamarlo nei contratti*»).

Si può, anzi, osservare che, a tali fini, ben può assumere rilevanza la distinzione tra *IRS* «speculativi» ed *IRS* «di copertura» (o

Firmato Da: MAURO DI MARZIO Emesso Da: TRUSTPRO QUALIFIED CA 1 Serial#: 707655bda8ec6d02

hedging), dal momento che, in questi ultimi, la struttura base — costituita dal mero scambio di flussi finanziari che nella sostanza vale indirettamente a trasformare un mutuo da tasso variabile a fisso — risulta significativamente semplificata, al punto da rendere l'oggetto agevolmente determinabile, a differenza dei derivati speculativi che si possono affidare ad architetture molto più complesse. Per essere ancor più chiari, in un ipotetico mutuo decennale di un milione di euro a tasso variabile del 3%, da rimborsarsi in rate semestrali, riguardo al quale il mutuatario abbia stipulato un *IRS plain vanilla* al tasso, poniamo, del 3,2%, su un nozionale dello stesso importo e con analoghe scadenze, il mutuatario finirà nella sostanza per pagare per l'appunto un tasso fisso del 3,2%, di modo che, in ipotesi di lievitazione del tasso oltre detta soglia, egli guadagnerà sul relativo differenziale (incassando il corrispondente *netting*), in ipotesi di abbassamento del tasso sotto il 3,2%, egli perderà sul relativo differenziale (esborsando il corrispondente *netting*): senza incognite apprezzabilmente distinguibili rispetto a chi abbia stipulato il mutuo al tasso variabile fissato in tale ultima misura.

Nei casi di ridotta complessità dell'operazione, quindi, l'indicazione del *mark to market* e della sua formula di determinazione, non esige una concreta analiticità, potendosi individuare i due fattori sulla base di regole anche diffuse sul mercato finanziario e cioè su criteri ritenuti *standard* di individuazione del *mark to market*, al punto che in tal casi ben potrebbe ritenersi non necessaria una specifica indicazione, qualora la stessa sia comunque desumibile dall'architettura della concreta operazione e si basi su modelli diffusi e di largo impego, rammentando sempre che, a venire in rilievo, non

Firmato Da: MAURO DI MARZIO Emesso Da: TRUSTPRO QUALIFIED CA 1 Serial#: 707655bda8ec6d02

sono obblighi informativi, ma l'adeguata perimetrazione dell'oggetto del contratto nella sua componente di «*alea razionale*».

È quanto, del resto, da questa Corte già occasionalmente puntualizzato in un precedente nel quale era stata comunque cassata la decisione di merito che aveva ritenuto sufficiente — ai fini dell'affermazione (in quel caso) della liceità della relativa causa — che l'*IRS* svolgesse funzione di copertura, considerando invece irrilevante la mancata indicazione degli elementi necessari per la determinazione del *mark to market* e l'impossibilità di verificarne la correttezza, in considerazione dell'indisponibilità delle curve di andamento dei tassi *futures* sull'Euribor e del documento relativo alle modalità di calcolo adottate dalla Banca per la sua determinazione. In quell'occasione, infatti, questa Corte, pur richiamando i propri principi generali in tema di *IRS,* ha chiarito che «*Corte territoriale avrebbe dovuto invece procedere ad un approfondito esame delle condizioni concordate tra le parti, in modo tale da verificare, se, indipendentemente dalla mancanza dei predetti dati, fosse possibile, sulla base degli elementi essenziali dei contratti, risalire ai criteri adottati per il calcolo del predetto valore*» (Cass. n. 32705 del 2022).

Con il citato precedente, pertanto, questa Corte ha già lasciato intendere che, al di là delle indicazioni sacramentali, a rilevare è la possibilità di individuare in ogni caso, sulla scorta dell'architettura dell'operazione, i criteri di determinazione del *mark to market*, rendendo in tal modo l'alea non indeterminata ma «*razionale*», quand'anche tali criteri non siano oggetto di formale enunciazione ma siano comunque desumibili dall'insieme delle previsioni contrattuali, rendendo, in tal modo, l'oggetto del contratto sufficientemente determinato.

Firmato Da: MAURO DI MARZIO Emesso Da: TRUSTPRO QUALIFIED CA 1 Serial#: 707655bda8ec6d02

Certo, tutto può cambiare in dipendenza del concreto atteggiarsi della pattuizione: ad esempio, la presenza di clausole *floor* e *cap* fortemente intrusive, unitamente all'incidenza notevole dell'*upfront fee*, può incidere negativamente sul congegno di protezione dal rischio di interesse. Ma la seconda considerazione è che, anche nell'ipotesi di *IRS* ad elevata complessità, la specificità delle indicazioni relative alla individuazione dell'oggetto dell'operazione 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.

Una simile esigenza, del resto ben potrebbe risultare controproducente rispetto all'esigenza di definizione dell'alea razionale, evidente essendo che una eccessiva mole di dati, ben lungi dal consentire il coagularsi di una effettiva «*alea razionale*» ben potrebbe rendere tale esito più remoto, considerato anche che la parte che conclude l'*IRS* — ai fini della concreta percezione dell'oggetto dell'operazione — non necessariamente sarebbe in grado di comprendere la mole di informazioni eventualmente fornite e quindi neppure potrebbe operare una ponderazione dell'alea sulla base di tali elementi.

Detto diversamente, poiché a venire in rilievo è la verifica della meritevolezza, si deve comunque ritenere che sia a tal fine sufficiente la indicazione di quegli elementi indispensabili allo scopo, senza che invece occorra la specificazione di una serie di parametri talmente articolati e complessi da risultare ipertrofici ed in fin dei conti controproducenti, salvo, naturalmente, il diverso profilo degli obblighi informativi, ove operante, il quale tuttavia risulta del tutto estraneo alle considerazioni che qui si vengono a svolgere.

Firmato Da: MAURO DI MARZIO Emesso Da: TRUSTPRO QUALIFIED CA 1 Serial#: 707655bda8ec6d02

Fermo restando, va detto in conclusione, che l'accertamento in ordine alla idoneità delle informazioni comunicate al cliente in ordine alla «*misura qualitativa e quantitativa dell'alea*» costituiscono accertamento di fatto che, in quanto tali, sono riservate alla valutazione del giudice del merito;

3.1.12. — La decisione della Corte d'appello di Milano, nell'affermare che, in assenza di norma specifica che preveda quale oggetto del contratto l'indicazione del *mark to market* o degli scenari probabilistici la mancata determinazione di tali elementi non configura alcun contrasto con norme imperative rilevante ai fini della nullità del contratto derivato, si è evidentemente posta in contrasto con l'orientamento costantemente espresso da questa Corte — a cominciare dalla decisione Cass. Sez. U, Sentenza n. 8770 del 12/05/2020, dalla stessa decisione impugnata richiamata solo di sfuggita — senza peraltro concretamente motivare il proprio apodittico dissenso, se non con il richiamo a precedenti di questa Corte anteriori alla decisione del 2020 e da quest'ultima superati.

La Corte ambrosiana, invece, avrebbe dovuto procedere alla valutazione di validità del Lodo arbitrale innanzi ad essa impugnato alla luce dei suddetti principi, traendone le necessarie conseguenze eventualmente anche in sede di giudizio rescissorio, qualora, in sede di giudizio rescindente, l'impugnazione fosse stata accolta.

3.2. Il secondo motivo è inammissibile e comunque infondato.

L'articolarsi del motivo, in realtà, viene a sollevare profili marcatamente eterogenei, imputando alla Corte territoriale un vizio decisionale di mancata declaratoria dei contratti derivati per violazione degli artt. 1418, 1322, 1325 c.c. e, dall'altro lato, l'omissione di

Firmato Da: MAURO DI MARZIO Emesso Da: TRUSTPRO QUALIFIED CA 1 Serial#: 707655bda8ec6d02

motivazione in relazione ai profili che sarebbero stati sollevati con il terzo motivo di impugnazione del Lodo.

Orbene, premesso che la tematica della validità dei contratti deve ritenersi assorbita dall'accoglimento del primo motivo di ricorso — cui, non a caso, la ricorrente afferma essere quello ora in esame "strettamente connesso" — si deve osservare che la decisione impugnata, in relazione al rigetto del terzo motivo di impugnazione del Lodo — censurato con il mezzo ora in esame — si è limitata ad osservare, testualmente, che *"la società impugnante non ha contestato in specifico* [sic] *l'errata applicazione o la non applicazione di alcuna norma giuridica e si è limitata ad introdurre una non consentita istanza di riesame dei documenti prodotti con riferimento alla convenienza economica delle operazioni finanziarie ed alla loro compatibilità con le esigenze che dichiara avere manifestate"*.

La riproduzione testuale della *ratio* fondamentale adottata dalla Corte d'appello in relazione al terzo motivo di impugnazione vale ad evidenziare che nella decisione in questione non risulta ravvisabile alcuna affermazione in diritto che possa anche solo teoricamente implicare una ipotesi di violazione o falsa applicazione di legge.

Questa constatazione, che varrebbe già di per sé a condurre il mezzo al di fuori dell'ambito di ammissibilità, non essendo nel concreto dedotta alcuna effettiva ipotesi ex art. 360, n. 3), c.p.c., deve trovare peraltro completamento con l'ulteriore constatazione del fatto che la lettura della sintesi del terzo motivo di impugnazione operata dallo stesso motivo di ricorso viene a confermare l'esattezza delle conclusioni cui è pervenuta la Corte d'appello, risultando inevitabile constatare che l'attuale secondo motivo di ricorso viene semplicemente a riproporre una serie di deduzioni in fatto e di critiche alla valutazione

Firmato Da: MAURO DI MARZIO Emesso Da: TRUSTPRO QUALIFIED CA 1 Serial#: 707655bda8ec6d02

delle prove e della CTU, utilizzando solo in apparenza l'usbergo del richiamo all'ipotesi di violazione o falsa applicazione di norme di diritto.

Constatazione, questa, che conduce all'ulteriore conclusione per cui la motivazione adottata sul punto dalla Corte territoriale, non solo si sottrae al sindacato di legittimità sulla motivazione — come è noto ridotto al c.d. "minimo costituzionale" e quindi alle ipotesi estreme di "mancanza assoluta di motivi sotto l'aspetto materiale e grafico", "motivazione apparente", "contrasto irriducibile tra affermazioni inconciliabili" e di "motivazione perplessa ed obiettivamente incomprensibile" (Cass. Sez. U, Sentenza n. 8053 del 07/04/2014 e, da ultimo, Cass. Sez. 3 — , Sentenza n. 23940 del 12/10/2017; Cass. Sez. 6 — 3, Ordinanza n. 22598 del 25/09/2018; Cass. Sez. 1, Ordinanza n. 7090 del 03/03/2022) — ma risulta financo del tutto coerente, non perplessa e non avulsa dall'evidenza dei fatti.

3.3. Il terzo motivo di ricorso è inammissibile.

Rileva questa Corte che né nell'esame del quinto motivo né nell'esame del settimo motivo di impugnazione — il cui rigetto costituisce oggetto del mezzo in esame — la Corte territoriale ha svolto considerazione alcuna in stretto diritto, essendosi la medesima Corte limitata ad affermare che i due motivi erano indirizzati a mere valutazioni svolte dal Collegio arbitrale.

È ben vero che il motivo di ricorso tenta di sostenere che la valutazione circa la gravità dell'inadempimento — oggetto dei motivi di impugnazione — costituirebbe errore di sussunzione, ma tale tesi confligge con la costante giurisprudenza di questa Corte, per cui la valutazione della gravità dell'inadempimento ai fini della risoluzione di un contratto a prestazioni corrispettive, ai sensi dell'art. 1455 c.c., costituisce questione di fatto, la cui valutazione è rimessa al prudente

Firmato Da: MAURO DI MARZIO Emesso Da: TRUSTPRO QUALIFIED CA 1 Serial#: 707655bda8ec6d02

apprezzamento del giudice del merito (Sez. 6 — 2, Ordinanza n. 12182 del 22/06/2020; Sez. 3, Sentenza n. 6401 del 30/03/2015; Sez. 3, Sentenza n. 14974 del 28/06/2006), in tal modo uscendo ulteriormente rafforzata l'affermazione della Corte di merito per cui i due motivi di impugnazione erano rivolti al merito della decisione degli arbitri.

Il motivo di ricorso, poi, non risulta svolgere alcuna ammissibile censura alla *ratio* ulteriore esposta dalla Corte d'appello in relazione al quinto motivo di impugnazione (pag. 15 della sentenza), e cioè all'affermazione che il motivo di impugnazione risultava "*(...) privo della dovuta specificità con riguardo al passaggio della motivazione del Lodo, ove si è affermato il difetto di allegazione e prova, in cui è incorsa* [redacted] *non avendo la società prospettato che, se diversamente informata, avrebbe desistito da nuovi investimenti*".

È ben vero che la ricorrente viene a dedurre al riguardo che il ragionamento seguito dalla Corte territoriale sarebbe caratterizzato da "assurdità" (pag. 34 ricorso), ma tale affermazione risulta del tutto inidonea a costituire adeguata censura della *ratio*, in quanto si sostanzia nel contrastare un'affermazione in rito — quella della Corte territoriale in ordine alla non completezza delle allegazioni della medesima ricorrente — con considerazioni che attengono al merito della vicenda e cioè con considerazioni che esorbitano dall'ambito di un'ammissibile ricorso di legittimità avverso una decisione sull'impugnazione di un lodo arbitrale.

In sintesi, nell'ipotesi in esame viene ad operare pienamente il principio stabilito da questa Corte (Cass. Sez. 6 — 1, Ordinanza n. 15820 del 23/07/2020) — a mente del quale in tema di ricorso per Cassazione, ove il ricorrente censuri la statuizione di inammissibilità

Firmato Da: MAURO DI MARZIO Emesso Da: TRUSTPRO QUALIFIED CA 1 Serial#: 707655bda8ec6d02

dell'impugnazione del lodo arbitrale per difetto di specificità, ha l'onere di precisare in ricorso le ragioni per cui ritiene, da un lato, erronea tale statuizione e, dall'altro lato, sufficientemente specifico il motivo di impugnazione sottoposto al giudice d'appello, dovendo il ricorrente riportarne il contenuto nella misura necessaria ad evidenziarne la pretesa specificità — laddove nel caso in esame tale onere non risulta assolto dalla ricorrente, la quale invece si diffonde in considerazioni che corroborano — anziché infirmare — le conclusioni cui è pervenuta la Corte d'appello.

Fermo quanto osservato in relazione al primo motivo — e ferme le conseguenze del suo accoglimento con le puntualizzazioni che questa Corte ha ritenuto di svolgere — risulta, conseguentemente, del tutto non pertinente in relazione alla censura in esame il richiamo che la ricorrente opera all'orientamento espresso da questa Corte in tema di inosservanza dei doveri informativi da parte dell'intermediario (Cass. Sez. 1 — Ordinanza n. 19891 del 20/06/2022; Cass. Sez. 1 — Ordinanza n. 19104 del 06/07/2023), e ciò per la semplice ragione che nella decisione della Corte d'appello sui motivi quinto e settimo di impugnazione non è ravvisabile alcuna affermazione in diritto che si ponga in conflitto con tale principio, né poteva essere diversamente, essendosi la Corte arrestata ad un vaglio di mera irritualità dei medesimi due motivi di impugnazione.

3.4. Parimenti inammissibile, e comunque infondato, risulta il quarto motivo.

La riproduzione nell'ambito del mezzo del solo contenuto dell'atto di impugnazione del Lodo ma non delle deduzioni e conclusioni rassegnate innanzi il Collegio arbitrale vale da sola ad evidenziare l'assenza di adeguata censura alla *ratio decidendi* espressa dalla Corte

Firmato Da: MAURO DI MARZIO Emesso Da: TRUSTPRO QUALIFIED CA 1 Serial#: 707655bda8ec6d02

territoriale in relazione al rigetto del sesto motivo di impugnazione, nel momento in cui si è osservato che il medesimo motivo riportava *"riporta inammissibili contestazioni non in specifico sollevate nel procedimento arbitrale (presunta mancata comunicazione delle informazioni inerenti la strategia di esecuzione degli ordini di cui all'art. 46 del Regolamento Consob)"*.

Non può che osservarsi che in relazione al motivo ora in esame valgono le medesime considerazioni svolte in sede di esame del motivo precedente: la ricorrente non ha assolto all'unico onere che le incombeva, e cioè quello di dimostrare con adeguata riproduzione e richiamo degli atti l'erroneità dell'affermazione della Corte territoriale, la quale, dal canto suo, ancora una volta non risulta aver svolto in sede di esame dello specifico motivo di impugnazione alcuna considerazione in diritto che risulti censurabile nella presente sede di legittimità.

Quanto alla deduzione del vizio di cui all'art. 132, n. 4), c.p.c., questa Corte viene costantemente chiamata a ribadire il principio per cui, a seguito della riformulazione dell'art. 360, primo comma, n. 5), c.p.c. — risalente all'art. 54, D.L. 83/2012 — il sindacato di legittimità sulla motivazione risulta ormai ridotto al c.d. "minimo costituzionale", con la conseguenza che sono denunciabili in Cassazione solo le anomalie già enumerate in sede di esame di un precedente motivo (cfr., ancora una volta Cass. Sez. U, Sentenza n. 8053 del 07/04/2014 e, da ultimo, Cass. Sez. 3 — Sentenza n. 23940 del 12/10/2017; Cass. Sez. 6 — 3, Ordinanza n. 22598 del 25/09/2018; Cass. Sez. 1, Ordinanza n. 7090 del 03/03/2022) mentre risulta invece esclusa qualunque rilevanza sia del semplice difetto di "sufficienza" della motivazione.

Firmato Da: MAURO DI MARZIO Emesso Da: TRUSTPRO QUALIFIED CA 1 Serial#: 707655bda8ec6d02

Nessuna di dette carenze estreme risulta ravvisabile nella motivazione della decisione impugnata, la quale espone il proprio percorso argomentativo in modo sintetico ma comunque completo, univoco, comprensibile ed immune da affermazioni reciprocamente inconciliabili.

3.5. Inammissibile è, altresì, il quinto ed ultimo motivo.

Valgono le medesime considerazioni ed i medesimi richiami oggetto di illustrazione in sede di esame del motivo precedente nonché la constatazione che anche il motivo ora in esame, in concreto, non evidenzia alcuna delle ipotesi di estrema carenza della motivazione ma, in realtà, viene semplicemente a sindacare il giudizio che la Corte d'appello ha formulato in ordine all'assenza di profili di violazione dell'ordine pubblico da parte del Lodo arbitrale.

Richiamato, allora, il costante orientamento di questa Corte per cui, in tema di impugnazione del lodo arbitrale, il rimando alla clausola dell'ordine pubblico da parte dell'art. 829, terzo comma, c.p.c. deve essere interpretato in senso restrittivo, come rinvio limitato alle norme fondamentali e cogenti dell'ordinamento, escludendosi, in radice, una nozione "attenuata" di ordine pubblico, che coincide con il c.d. ordine pubblico interno e, cioè, con l'insieme delle norme imperative (Cass. Sez. 1 — Sentenza n. 8718 del 03/04/2024; Cass. Sez. 1 — Ordinanza n. 27615 del 21/09/2022; Cass. Sez. 2 — , Ordinanza n. 21850 del 09/10/2020), si deve osservare che il motivo di ricorso imputa alla decisione impugnata — con censura, peraltro, sostanzialmente di merito — non tanto di non aver adeguatamente motivato in ordine alla esclusione della sussistenza dello specifico vizio di contrarietà del Lodo all'ordine pubblico, quanto di non aver qualificato nei termini di vizio

Firmato Da: MAURO DI MARZIO Emesso Da: TRUSTPRO QUALIFIED CA 1 Serial#: 707655bda8ec6d02

ex art. 829, terzo comma, secondo periodo, c.p.c. ipotesi di nullità del contratto per mera violazione delle norme imperative.

Orbene, fermo restando quanto osservato in sede di accoglimento del primo motivo di ricorso — e ferma, quindi, la nuova valutazione che la Corte d'appello sarà chiamata ad operare in ordine alle deduzioni concernenti la nullità dei contratti *IRS* per carenze relative all'indicazione di *mark to market*, scenari probabilistici e costi impliciti — il vizio di fondo del motivo di ricorso consiste in una — peraltro neppure argomentata — sovrapposizione tra violazione di norme imperative di legge e violazione dell'ordine pubblico, e cioè quella sovrapposizione che, come appena visto in precedenza, è stata ripetutamente ritenuta erronea da questa Corte.

Il che conduce, appunto, al giudizio di inammissibilità del motivo sia perché lo stesso, a ben vedere, non deduce nel concreto la violazione dell'art. 132, secondo comma, n. 4), c.p.c. sia perché lo stesso viene a basarsi su un postulato reiteratamente dichiarato fallace dalla giurisprudenza di questa Corte.

4. Il ricorso incidentale è inammissibile.

4.1. Trattandosi di ricorso condizionato, risulta evidente che lo stesso necessita di essere valutato in relazione alla sola questione di ammissibilità del primo motivo di impugnazione in appello, essendo stato accolto, appunto, solo il motivo di ricorso riferito al rigetto di tale motivo.

Operata tale premessa, tuttavia, il motivo deve essere dichiarato inammissibile per mancato rispetto del canone di specificità ex art. 366 c.p.c.

La tesi della ricorrente incidentale risulta sostanzialmente riassunta con l'affermazione per cui "*a parere di questa difesa, tuttavia,*

Firmato Da: MAURO DI MARZIO Emesso Da: TRUSTPRO QUALIFIED CA 1 Serial#: 707655bda8ec6d02

il fatto che [redacted] abbia indicato, in astratto, di voler agire per far accertare pretese violazioni da parte degli arbitri di norme di legge, non poteva considerarsi sufficiente a superare le censure di inammissibilità fatte valere da questa difesa.”.

Orbene, osservato che la Corte territoriale — e lo si è rammentato in precedenza — ha disatteso l’eccezione, sollevata dall’odierna ricorrente incidentale, di inammissibilità dei motivi di impugnazione in appello, osservando che in detti motivi — ed in particolare, per quel che riguarda ancora nella presente sede, nel primo di essi — l’odierna ricorrente aveva dedotto *errores in iudicando* per violazione delle regole di diritto, non si può non rilevare che la ricorrente incidentale, nel momento in cui veniva a contestare le conclusioni cui era pervenuta la Corte territoriale, era tenuta a procedere ad un’adeguata riproduzione del contenuto dei motivi di impugnazione del Lodo, anziché limitarsi ad una serie di considerazioni generali sui limiti di impugnabilità delle decisioni arbitrali.

Indubbia l’operatività, in sede di impugnazione di un lodo arbitrale, dei vincoli previsti dall’art. 829 c.p.c., ed indubbia parimenti la possibilità per questa Corte di verificare se la Corte d’appello abbia correttamente o meno valutato l’ammissibilità di detti motivi, è tuttavia evidente che il sindacato di questa Corte postula in ogni caso la rispondenza del motivo di ricorso che censuri tale valutazione ai requisiti generali di ammissibilità dettati dall’art. 366 c.p.c., e quindi, il rispetto, da parte del motivo medesimo, della regola di specificità, mediante riproduzione almeno dei passaggi essenziali dell’impugnazione che si assume essere stata caratterizzata da inammissibilità.

Firmato Da: MAURO DI MARZIO Emesso Da: TRUSTPRO QUALIFIED CA 1 Serial#: 707655bda8ec6d02

La marcata indeterminatezza del motivo di ricorso — si rammenta per completezza — viene a precludere anche l'esercizio, ad opera del giudice di legittimità, del potere di diretto esame degli atti del giudizio di merito, in quanto è necessariamente all'ammissibilità del motivo di ricorso che viene ad essere subordinato l'esercizio del potere—dovere del giudice di legittimità di accertare la sussistenza del denunciato vizio attraverso l'esame diretto degli atti (Cass. Sez. U — Sentenza n. 20181 del 25/07/2019; Cass. Sez. 5 — Sentenza n. 27368 del 01/12/2020; Cass. Sez. U, Sentenza n. 8077 del 22/05/2012; Cass. Sez. 1, Sentenza n. 15071 del 10/09/2012), risultando, quindi, l'esercizio medesimo subordinato al rispetto, da parte del motivo di censura, del principio di specificità di cui all'art. 366, primo comma, n. 4 e n, 6, c.p.c., per quanto modulato, in conformità alle indicazioni della sentenza CEDU del 28 ottobre 2021 (causa Succi ed altri c/Italia), secondo criteri di sinteticità e chiarezza, come da questa Corte chiarito (Cass. Sez. L — Ordinanza n. 3612 del 04/02/2022; ma cfr. anche Cass. Sez. 1 — Ordinanza n. 24048 del 06/09/2021).

4.2. Non si ravvisano ragioni per disporre il rinvio pregiudiziale alla Corte di Giustizia UE, sollecitato dalla ricorrente incidentale, sol che si consideri che le argomentazioni da quest'ultima spese vengono ad imperniarsi su un tema — quello degli obblighi informativi — che è del tutto estraneo al ragionamento inaugurato da Cass. Sez. U, Sentenza n. 8770 del 12/05/2020 e dalle successive pronunce di questa Corte, tutte ancorate — come si è argomentato in precedenza — alla tematica della sussistenza degli elementi essenziali del contratto e non a profili inerenti obblighi informativi.

Firmato Da: MAURO DI MARZIO Emesso Da: TRUSTPRO QUALIFIED CA 1 Serial#: 707655bda8ec6d02

Tematica in ordine alla quale la ricorrente incidentale, nella sua richiesta di rinvio pregiudiziale non viene a spendere argomentazione alcuna.

5. Il ricorso principale va quindi accolto solo in relazione al primo motivo, disattesi gli altri, mentre il ricorso incidentale deve essere dichiarato inammissibile.

Per l'effetto, la decisione impugnata deve essere cassata in relazione al motivo accolto, con rinvio alla Corte d'appello di Milano, in diversa composizione, la quale, nel conformarsi ai principi qui richiamati, provvederà altresì a regolare le spese anche del presente giudizio di legittimità.

6. Stante il tenore della pronuncia sul ricorso incidentale, va dato atto, ai sensi dell'art. 13, comma 1—quater D.P.R. n. 115/02, della *"sussistenza dei presupposti processuali per il versamento, da parte del ricorrente, di un ulteriore importo a titolo di contributo unificato, pari a quello previsto per il ricorso a norma del comma 1—bis dello stesso art. 13, se dovuto"*, spettando all'amministrazione giudiziaria verificare la debenza in concreto del contributo, per la inesistenza di cause originarie o sopravvenute di esenzione dal suo pagamento (Cass. Sez. U, Sentenza n. 4315 del 20/02/2020).

P. Q. M.

La Corte,

accoglie il primo motivo del ricorso principale, inammissibili gli altri;

dichiara inammissibile il ricorso incidentale;

cassa l'impugnata sentenza in relazione al motivo accolto e rinvia, anche per le spese del giudizio di cassazione, alla Corte d'appello di Milano, in diversa composizione.

Firmato Da: MAURO DI MARZIO Emesso Da: TRUSTPRO QUALIFIED CA 1 Serial#: 707655bda8ec6d02

Ai sensi del D.P.R. 30 maggio 2002, n. 115, art. 13 comma 1—quater, nel testo introdotto dalla L. 24 dicembre 2012, n. 228, art. 1, comma 17, dà atto della sussistenza dei presupposti processuali per il versamento, da parte della ricorrente incidentale, di un ulteriore importo a titolo di contributo unificato, pari a quello previsto per il ricorso, a norma dello stesso art. 13, comma 1—bis, ove dovuto.

Così deciso in Roma, nella camera di consiglio della Sezione Prima Civile della Corte Suprema di Cassazione, il giorno 28 novembre 2028.

Il Presidente
MAURO DI MARZIO

Firmato Da: MAURO DI MARZIO Emesso Da: TRUSTPRO QUALIFIED CA 1 Serial#: 707655bda8ec6d02