

APPROFONDIMENTI

L'evoluzione giurisprudenziale in materia di contratti derivati OTC

Marzo 2026

Antonio Ferraguto, Partner, La Scala Società tra Avvocati
Elisa Varisco, Senior Associate, La Scala Società tra Avvocati



Antonio Ferraguto, Partner, La Scala Società tra Avvocati

Elisa Varisco, Senior Associate, La Scala Società tra Avvocati

> **Antonio Ferraguto**

Antonio Ferraguto è Partner e Co-responsabile del Dipartimento Contenzioso. Si occupa prevalentemente di diritto commerciale, bancario, finanziario e concorsuale, sia mediante la rappresentanza e la difesa nel contenzioso giudiziale e arbitrale, che tramite la prestazione di consulenza e assistenza in ambito stragiudiziale. Ha maturato inoltre esperienza nel coordinamento della gestione e nel recupero del credito di società multinazionali e organizzazioni complesse. Partecipa abitualmente come relatore a convegni e corsi di formazione in materia commerciale, bancaria, finanziaria e fallimentare.

Società tra Avvocati

La Scala

LaScala
SOCIETÀ TRA AVVOCATI

Gli **strumenti finanziari derivati** sono, come noto, strumenti che non hanno un **valore intrinseco** ma che deriva dall'andamento di altri asset finanziari, chiamati **sottostanti**.

Le attività sottostanti possono essere di natura **finanziaria** (azioni, tassi d'interesse, obbligazioni e indici di mercato), oppure **reale** (beni come ad esempio il petrolio, l'oro, il cacao ecc.)

Esistono inoltre diverse tipologie di derivati:

- i. i derivati negoziati all'interno dei mercati regolamentati hanno delle caratteristiche standardizzate per quanto riguarda un determinato tipo di parametri: tra i principali vi sono *futures, opzioni e warrants*;
- ii. i derivati OTC (over the counter), più direttamente oggetto del presente contributo, che vengono negoziati al di fuori dei mercati regolamentati ed effettuati direttamente tra le parti contraenti. Inoltre, non essendo quotati da nessuna borsa, le regole vengono decise privatamente: sottostanno a contratti modificabili, ma sempre con accordo tra le parti. Sullo stesso sottostante possono essere negoziati due contratti OTC con termini differenti nello stesso momento.

Tra le principali tipologie di derivati OTC, su cui si concentra il presente contributo, si rinvencono quindi i contratti di **Swap**, in cui due parti si scambiano a pronti e a termine flussi finanziari, periodici o una tantum, calcolati applicando uno schema predefinito; oppure i contratti **Forward**, contratti a termine, di acquisto o di vendita, in cui il regolamento avviene in una data futura, con la consegna dell'attività oggetto del contratto, mentre il prezzo di consegna (o prezzo a termine) viene stabilito al momento della stipula del contratto.

Va anche ricordato, per completezza, che più di recente si stanno sviluppando anche cripto-attività qualificabili **direttamente** come strumenti derivati. In questo caso, affinché la cripto-attività rientri nella disciplina della MIFID II e, quindi, del TUF va valutato se abbia le caratteristiche proprie di un derivato, vale a dire, se: i **diritti** dei **detentori** di **cripto-attività** sono **condizionati** da un contratto basato su un **impegno futuro**, per cui vi è uno **scarto temporale** tra la conclusione e l'adempimento degli obblighi previsti dal contratto; il **valore** delle **cripto-attività** deriva da quello di **un'attività sottostante**. In questo caso, la cripto attività segue le modalità di regolamento di cui all'Allegato 1, sezione C, punti 4-10

della MiFID II e non la disciplina specifica delle crypto-attività¹.

Da qualche tempo la regolamentazione dei contratti derivati è sotto i riflettori, specie da quando si è espressa la Suprema Corte a Sezioni Unite, con la nota pronuncia n. 8770/2020, avente ad oggetto la fattispecie del c.d. Interest Rate Swap (IRS), ossia quel contratto di scambio di obbligazioni pecuniarie future che si traduce nell'impegno reciproco dei contraenti di pagare l'una all'altra, a date prestabilite, gli interessi prodotti da uno stesso capitale, per un dato periodo di tempo, cioè nel dovere di un contraente di corrispondere all'altro contraente la somma corrispondente al capitale per il tasso di interesse X prestabilito, a fronte dell'impegno assunto dall'altro contraente di versare al primo la somma corrispondente al capitale per il tasso di interesse Y. Decisione delle SS.UU. che, inizialmente focalizzata sullo specifico tipo contrattuale, ha poi prodotto effetti interpretativi di carattere generale.

Va detto anche che lo Swap è normalmente un contratto in cui gli elementi fondamentali andrebbero definiti in funzione delle specifiche esigenze dell'investitore, ma dove l'intermediario professionale svolge funzione di consulente e al contempo si pone tendenzialmente anche quale sua controparte, il che richiede una forte trasparenza contrattuale.

Elementi essenziali di tale contratto sono la data di stipulazione e di scadenza del contratto, il termine di inizio di decorrenza degli interessi, le date di pagamento, cioè quelle in cui sono scambiati i flussi di interesse, nonché il capitale di riferimento e i tassi di interesse ad esso applicabili.

Proseguendo nel ricordare le definizioni, un contratto di Interest Rate Swap standard, detto "par" ("alla pari") o "plain vanilla" è strutturato in modo che il valore attuale dei flussi di cassa futuri, che una parte si impegna a pagare, sia uguale al valore attuale dei flussi che si aspetta di ricevere. Di conseguenza, il suo valore iniziale è nullo per entrambe le parti e non vi è alcuno scambio di denaro al momento della sottoscrizione.

Talvolta, invece, l'IRS può consistere in un'operazione "non par", vale a dire in una tipologia di contratto derivato di scambio di tassi di interesse che, invece, presenta un valore di mercato iniziale (noto come

Mark to Market o **MtM**) positivo per una parte e negativo per l'altra, al momento della sua stipula; caratteristica che implica uno squilibrio originario nelle prestazioni attese delle due controparti. In questo caso, lo squilibrio che deriva dal contratto può essere compensato tramite il versamento, al momento della stipula, di una somma di denaro alla parte che accetta condizioni meno favorevoli: tale somma è denominata **upfront**.

Nei contratti "non par", che non prevedano questa clausola di upfront, il costo dell'operazione è incorporato nel valore iniziale negativo dello strumento, che nella pratica rappresenta la remunerazione dell'intermediario per il servizio prestato.

Un *Interest Rate Swap* (IRS) può divenire "non par" anche in un momento successivo alla stipula, durante la sua esecuzione: l'andamento dei mercati e il mutamento delle previsioni sui tassi di interesse possono determinare, nel tempo, uno sbilanciamento tra i flussi finanziari attesi. Tale squilibrio sopravvenuto può indurre le parti a valutare la possibilità di sciogliere anticipatamente il rapporto contrattuale. In questa prospettiva assume particolare importanza il *mark to market* (MTM), che rappresenta una stima del valore di mercato corrente dello swap, ottenuta mediante una simulazione periodica della chiusura del contratto e la conseguente determinazione dell'eventuale posizione debitoria o creditoria delle parti.

Si tratta, dunque, della stima del valore effettivo del contratto ad una certa data, effettuata sulla base di una proiezione finanziaria, ossia del costo necessario alla parte per chiudere anticipatamente la posizione, oppure – da altro punto di vista – il prezzo al quale un soggetto terzo sarebbe disposto, in quel momento, a subentrare nel contratto derivato.

Così inquadrata la fattispecie dell'IRS, è stata questione assai discussa nel panorama giurisprudenziale innanzitutto la sussistenza della causa del contratto di swap.

Sul punto, le Sezioni Unite della Suprema Corte, con la citata sentenza n. 8870/2020 hanno riassunto il panorama giurisprudenziale formatosi in materia fino ad allora, rinvenendo in particolare due filoni interpretativi maggioritari e contrastanti:

- 1) un orientamento giurisprudenziale, supportato anche da parte della dottrina, che tendeva a ve-

¹ Sul tema, degli stessi autori, si veda: <https://iusletter.com/iustrend/crypto-asset-e-legislazione-euro-unitaria-e-nazionale-un-altro-passo-avanti-verso-la-regolamentazione-dei-mercati/>

dere nello swap la pura e semplice causa della scommessa, non condivisa dalle SS.UU., che ha osservato come l'IRS si distingua dalla comune scommessa per la complessità della vicenda, trattandosi di un'operazione che regola una pluralità di rapporti per molti anni e muove ingenti capitali su importanti mercati internazionali, nonché per la professionalità dei soggetti coinvolti;

- 2) una giurisprudenza, ritenuta più attenta, che rinviene la causa dell'IRS nella negoziazione e nella monetizzazione di un rischio, trattandosi di uno strumento contrattuale che: **i)** *si forma nel mercato finanziario, con regole sue proprie; di frequente consuetudinarie e tipiche della comunità degli investitori; riguarda un rischio finanziario che può essere delle parti, ma può pure non appartenere loro;* **ii)** *concerne dei differenziali calcolati su dei flussi di denaro destinati a formarsi durante un lasso temporale più o meno lungo;* **iii)** *è espressione di una logica probabilistica, non avendo ad oggetto un'entità specificamente ed esattamente determinata;* **iv)** *è il risultato di una tradizione giuridica diversa dalla nostra*".

Dunque, semplificando al massimo, secondo le Sezioni Unite, più precisamente "l'IRS consiste(rebbe) in una sorta di scommessa finanziaria differenziale (in quest'ultimo aggettivo essendo presente un riferimento alla determinazione solo probabilistica dei suoi effetti ed alla durata nel tempo del rapporto)", in relazione alla quale è emerso il problema della validità dello strumento contrattuale che presenti la causa dello swap. In particolare, essendo l'IRS un contratto atipico, la Corte si è chiesta se tali tipi di contratti perseguano interessi meritevoli di tutela ai sensi dell'art. 1322 c.c. e se abbiano una causa valida in concreto.

Inoltre, le Sezioni Unite hanno precisato che, "in tema di interest rate swap, occorre accertare, ai fini della validità del contratto, se si sia in presenza di un accordo tra intermediario ed investitore sulla misura dell'alea, calcolata secondo criteri scientificamente riconosciuti ed oggettivamente condivisi: tale accordo non si può limitare al mark to market, ossia al costo, pari al valore effettivo del derivato ad una certa data, al quale una parte può anticipatamente chiudere tale contratto od un terzo estraneo all'operazione è disposto a subentrarvi, ma deve investire, altresì, gli scenari probabilistici e concernere la misura qualitativa e quantitativa della menzionata alea e dei costi, pur se impliciti, assumendo rilievo i parametri di calcolo delle obbligazioni pecuniarie nascenti dall'intesa, che sono determinati in funzione delle variazioni dei tassi di interesse nel tempo" (cfr. Cass. SS.UU., sent. n. 8770/2020).

Dunque, secondo questo determinante arresto della Corte di legittimità, nei contratti di *interest rate swap* assumono rilievo: **i)** l'indicazione del mark to market, inteso come "la stima attualizzata dei differenziali futuri attesi"²; **ii)** l'esplicazione dei costi impliciti e **iii)** la prospettazione degli scenari probabilistici sull'andamento dei tassi di interesse.

Tali elementi, sempre secondo la Suprema Corte, devono essere condivisi con la controparte contrattuale e consentono di rendere conoscibile all'investitore ogni aspetto dell'alea del rapporto, la quale deve essere misurabile, in quanto funzionale alla gestione del rischio sotteso allo strumento finanziario.

Ne discende, secondo le Sezioni Unite che, ai fini della validità e meritevolezza di tali contratti, "occorre verificare la presenza, oltre che del perseguimento di interessi meritevoli di tutela e di una valida causa in concreto, identificata nella gestione e monetizzazione del rischio finanziario, variabile in relazione alla funzione di copertura o speculativa ricoperta, anche di quegli elementi costitutivi e necessari alla misurazione del rischio che devono essere dedotti come oggetto all'interno del contratto ed in mancanza dei quali l'investitore non sarebbe in grado di formulare un giudizio di convenienza economica del derivato".

Di conseguenza, come ha ribadito la successiva giurisprudenza della Corte di Cassazione, che "l'omessa indicazione del metodo di determinazione del mark to market, così come degli scenari probabilistici sull'andamento dei tassi di interesse e dei costi impliciti, determina, dunque, l'inconoscibilità ex ante del grado di rischio dello strumento e si traduce nella mancata formazione del consenso in ordine agli stessi e nella inconfigurabilità di una precisa misurabilità/determinazione dell'oggetto contrattuale, una carenza che - tenuto conto delle descritte peculiarità caratterizzanti la causa e l'oggetto dello strumento in esame, nonché delle innegabili interazioni tra essi configurabili - investe proprio l'essenza di una parte dell'accordo, vale a dire del contratto medesimo, così da cagionarne la nullità" (in tali termini, Cass. civ., Sez. I, 29 luglio 2021, n. 21830).

Questo rigoroso orientamento è anche influenzato, come accennato, dall'intravedere in questa forma contrattuale un latente conflitto di interessi fra intermediario e cliente, poiché - secondo tale interpre-

² Così, tra le altre, successive alle SS.UU., Corte d'Appello di Bologna, sentenza n. 2400 del 17.11.2023.

tazione - nei derivati OTC, a differenza che in quelli uniformi, tale conflitto sarebbe naturale, derivando dalla coincidenza nel medesimo soggetto delle qualità di offerente e consulente.

Una tale visione giunge ad escludere rilevanza alla distinzione tra funzioni di speculazione o di copertura dei derivati OTC perseguite dalle parti ai fini della individuazione della causa tipica.

La stessa Cassazione, in una pronuncia successiva a quella delle Sezioni Unite, ha espressamente ribadito che, indipendentemente dalla sua finalità di copertura o speculativa del contratto di swap, la preventiva conoscibilità, ai fini della formazione dell'accordo sulla misura dell'alea, degli elementi e dei criteri usati per la determinazione del *mark to market* rileva sul piano causale, concludendo che in assenza di un accordo sulla misura dell'alea *"la causa del contratto resta sostanzialmente indeterminabile"*³.

A nostro avviso, va detto però che non si può ignorare il valore della funzione di copertura per il cliente che spesso accompagna un finanziamento o rilevanti negoziazioni di merce in valuta e che rende possibili operazioni finanziarie contenendo i rischi di cambio o di tasso e, quindi, una pianificazione finanziaria certa, che altrimenti non sarebbe possibile. In questi casi non si può valutare il contratto derivato prescindendo dagli effetti complessivi dell'operazione finanziaria.

In conclusione, le Sezioni Unite hanno fatto proprio quell'orientamento giurisprudenziale secondo cui la carenza informativa circa i suddetti elementi integra il difetto di causa e, dunque, la nullità del contratto stesso ex art. 1418, comma 2 c.c. e art. 1322, comma 2 c.c.⁴.

Questo orientamento si contrappone a quello secondo cui la suddetta carenza informativa comporterebbe, invece, una mera responsabilità precontrattuale o contrattuale dell'intermediario, con conseguente obbligo di risarcimento del danno⁵.

³ Così Cass. 7 novembre 2022, n. 32705.

⁴ Cfr., tra le più note, Corte di Appello di Milano, sentenza n. 3459 del 18.09.2013.

⁵ Quale espressione di tale orientamento si veda ad es. Cass. sez. III, del 28/07/2017, n. 18781, secondo cui: *"Va infine escluso che un eventuale difetto di informazione da parte dell'intermediario all'investitore sugli esatti termini del rischio assunto con i contratti stipulati possa determinare la nullità del contratto stesso, non incidendo tale difetto sulla sua causa negoziale, ma potendo ciò al limite determinare solo conseguenze sul piano risarcitorio, laddove effettivamente sussista la violazione di obblighi di condotta dell'intermediario"*.

L'adesione all'uno o all'altro orientamento comporta conseguenze sostanzialmente diverse: nel primo caso, operando la nullità *ex tunc*, il cliente potrà ottenere la restituzione di tutti i differenziali negativi pagati in esecuzione del contratto, al netto di quelli positivi ricevuti⁶; abbracciando, invece, il secondo orientamento, ove accertata una responsabilità da inadempimento della banca, non sarebbe in dubbio la validità del contratto, ma al cliente spetterebbe il risarcimento del danno effettivo, quale conseguenza immediata e diretta dell'inadempimento. Quest'ultima interpretazione può ritenersi oramai superata a partire dalla pronuncia delle Sezioni Unite, a cui si è conformata la successiva giurisprudenza⁷.

A seguito delle Sezioni Unite, la giurisprudenza di legittimità ha continuato a delineare con maggiore precisione i contorni della validità dei contratti derivati, in particolare degli Interest Rate Swaps (IRS), ribadendo che l'orientamento abbracciato dalle Sezioni Unite – pur avendo la pronuncia ad oggetto gli Enti locali – non opera soltanto per gli IRS conclusi da pubbliche amministrazioni, ma costituisce un principio di carattere generale.

L'analisi delle sentenze più recenti evidenzia però come, a fronte di un consolidamento del principio della nullità, siano altresì emersi orientamenti specifici in materia di indeterminazione dell'oggetto contrattuale, causa del negozio e meritevolezza del contratto, che hanno qualificato il *mark to market*, gli scenari probabilistici e i costi occulti in maniera non del tutto omogenea.

In particolare, quanto al profilo della meritevolezza, la Cass. n. 24014 del 2021 ha ribadito che il contratto di swap rientra nella categoria dei contratti aleatori ammessi dall'ordinamento e, pertanto, la meritevolezza degli interessi con esso perseguiti non può essere esclusa in astratto; occorre, piuttosto, che il giudice valuti in concreto ed "ex ante" la ricorrenza del profilo anzidetto, senza considerarlo "ex post", ossia alla luce degli effetti economici in concreto prodotti dal contratto.

Inoltre, è stato confermato che la necessità di un'alea misurabile comporta che l'omessa esplicitazione

⁶ In questo senso, cfr. Tribunale Di Forlì, Sentenza n.14 del 14 Gennaio 2025; Tribunale di Perugia, con la sentenza n. 1640 del 5 dicembre 2024.

⁷ Sul punto, si vedano: Cass. Sez. 1 n. 7368/2024; Corte d'Appello di Milano, sentenza n. 178 del 20/01/2024, la quale ha ritenuto di non potersi discostare dalla suddetta pronuncia delle Sezioni Unite; Cass. ord. n. 24654 del 10 agosto 2022, che colloca sul piano della nullità del contratto la tutela dell'investitore, a fronte di un'operazione in derivato connotata da costi occulti; Cass. Sez. I, 29 luglio 2021, n. 21830.

in contratto degli elementi informativi di cui sopra *“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”*; ne consegue che *“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 (matematici) su cui determinare l’aleatorietà del contratto, genera (al pari della carente esplicitazione dei costi impliciti dello stesso o della 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”*⁸.

Altra giurisprudenza di cassazione ha, invece rilevato come la preventiva conoscibilità, ai fini della formazione dell’accordo in ordine alla misura dell’alea, degli elementi e dei criteri utilizzati per la determinazione del mark to market, rilevi proprio sul piano causale: in assenza di un accordo sulla misura dell’alea, *“la causa del contratto resta sostanzialmente indeterminabile”*⁹.

E ancora, si è affermato che la nullità del contratto di swap per mancato accordo sugli elementi costituenti l’alea del negozio costituisca una nullità strutturale, in quanto inerenti ad elementi essenziali del contratto¹⁰.

In senso conforme, si è espressa anche la giurisprudenza di merito, affermando che, nel contratto di interest rate swap, il mark to market e gli scenari probabilistici costituiscono elementi essenziali del contratto, la cui mancanza determina la nullità strutturale dello stesso ai sensi dell’art. 1418, secondo comma, c.c.¹¹.

⁸ Così Cass. n. 21830 del 2021.

⁹ Cfr. Cass. n. 32705 del 2022 cit.

¹⁰ In tal senso, Cass. n. 24654 del 2022, Cass. n. 7368 del 2024, Cass. n. 417 del 2025.

¹¹ Cfr. ex multis, Corte appello Ancona sez. I, sentenza del 24/01/2025, n. 125; Corte appello Milano sez. I, 4/04/2023, n. 1148; Corte appello Torino sez. I, sentenza del 7/04/2022, n. 391; Corte appello Torino sez. I, sentenza del 16/06/2021, n. 686.

Più recentemente, la Suprema Corte ha aggiunto 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’irrelevanza, 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”*.¹²

Più di recente, infine, con la Sentenza n. 5558 del 3 marzo 2025, le Sezioni Unite, dopo aver ricordato tutti i principi espressi con la precedente sentenza del 2020, hanno confermato incidentalmente che essi devono estendersi anche ai contratti conclusi da società private, come già espresso dalle Sezioni semplici.

In conclusione, l’evoluzione giurisprudenziale post SS.UU. del 2020 ha rafforzato la tutela del cliente-investitore, esigendo dagli intermediari un elevato grado di trasparenza sugli elementi strutturali e di costo dei derivati pena la sanzione della nullità del contratto.

In tale contesto, le **recentissime Ordinanze della Cassazione, Sez. I, del 3 e 4 febbraio 2026 (nn. 2262 e 2358)** sembrano voler attenuare il rigore precedente della giurisprudenza che sanzionava di nullità qualsiasi contratto privo degli elementi indicati dalle Sezioni Unite, e distinguono invece tra derivati “complessi” e “semplici” (plain vanilla), calibrando gli obblighi informativi al caso specifico.

In particolare, l’ordinanza n. 2262/2026, si conforma anzitutto al *dictum* delle Sezioni Unite (Cass. SS.UU. n. 8770/2020) secondo cui devono necessariamente essere oggetto di accordo tra l’intermediario e l’investitore, affinché il contratto possa essere considerato ad alea “razionale” e, dunque, valido: i criteri di calcolo del valore del c.d. *mark-to-market*; gli scenari probabilistici; i c.d. costi impliciti od occulti.

Tuttavia, secondo la I Sezione della Suprema Corte, successivamente all’arresto delle Sezioni Unite si è generata, nella successiva giurisprudenza di legittimità e di merito, la frammentarietà interpretativa sopra descritta in merito alle predette tre categorie costituenti l’alea negoziale.

¹² Così Cass. 17 febbraio del 2025 n. 4076.

Nello specifico, la Corte di Cassazione precisa ora che *“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”*.

Infatti, osservano le recentissime Ordinanze in esame, che l’omessa esplicitazione in contratto dei tre elementi di cui sopra è stata ricondotta dalla giurisprudenza: **i)** in alcuni casi all’indeterminabilità dell’oggetto contrattuale, cosicché *“l’indicazione del mark to market ... costituisce elemento essenziale del contratto IRS”*, il quale *“deve essere sanzionato con la nullità per indeterminabilità dell’oggetto”* (cfr. Cass. n. 21830/2021); **ii)** in altri casi, invece, in assenza dell’accordo delle parti in ordine alla misura dell’alea, *“la causa del contratto resta sostanzialmente indeterminabile”* (cfr. Cass. n. 32705/2022).

La Prima Sezione della Corte di cassazione è dunque intervenuta nuovamente sul tema esplicitamente per “sviluppare ulteriormente, precisare e puntualizzare le affermazioni contenute nella pronuncia” delle Sezioni Unite, offrendone una nuova lettura.

La Suprema Corte, anzitutto, in ordine ai tre profili di meritevolezza, oggetto e causa del contratto, intende fare chiarezza, precisando che il **mark-to-market** e gli **scenari probabilistici non sono inerenti alla causa, né alla determinatezza dell’oggetto** contrattuale, pur confermando la conseguenza della nullità.

In particolare essa afferma che: *“il giudizio di meritevolezza non coincide con il 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, cioè lo scopo pratico o causa concreta”*; infatti *“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.”* (cfr. Cass., ord. n. 2262/2026).

E dunque, quanto alla **causa**, *“occorre accertare che il singolo contratto possenga 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”.

Quanto, invece, all’**oggetto**, la determinatezza o determinabilità dello stesso *“prescinde dalla razionalità dell’alea, e va commisurata alla oggettiva funzionalità del contratto, in relazione alle obbligazioni reciproche dei contraenti”*; dunque, *“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”*.

In conclusione, quindi, la Suprema Corte chiarisce che: **“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”**.

Con questa premessa, la Corte di legittimità fa, inoltre, alcune puntualizzazioni sui concetti di mark to market e di scenari probabilistici, non avendo le Sezioni Unite fornito una definizione dei medesimi: secondo la Prima Sezione, *“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”, escludendo invece che debbano essere indicate eventuali “variabili correttive basate sulle aspettative future ... che scontano un inevitabile difetto di oggettività”*.

Il concetto di scenari probabilistici avrebbe, quindi, la funzione di contribuire a definire il contenuto del mark to market, principalmente in base al rendimento medio e alla volatilità del periodo.

Viene, inoltre, chiarito che il **contenuto dei doveri informativi**, su cui si basa l’alea razionale, non è identico per tutti i tipi di contratti IRS, ma varia in funzione del grado di complessità e di articolazione dello strumento finanziario: il grado di specificità nell’indicazione degli scenari probabilistici risulta **direttamente proporzionale alla complessità** del singolo IRS.

In particolare, secondo la Prima Sezione della Cassazione, assume rilevanza la distinzione tra:

- IRS con finalità di copertura con **ridotta complessità dell’operazione**, nei quali si ritiene suffi-

ciente che il *mark to market* e la formula per la sua determinazione siano desumibili dalla struttura dell'operazione e dall'insieme delle previsioni contrattuali e sia basata su modelli diffusi e di largo impiego, non essendo indispensabile una specifica enunciazione dei citati fattori che rendono l'alea "razionale";

- IRS speculativi, in cui la maggior complessità dello strumento finanziario richiede che al cliente sia comunicato un maggior numero di informazioni, affinché possa determinarsi consapevolmente, fermo restando che per la Corte è sufficiente l'indicazione di tutti gli elementi indispensabili allo scopo, onde evitare che un'eccessiva specificazione ed articolazione di informazioni possa essere controproducente.

L'ordinanza n. 2358/2026 aggiunge, infine, un ulteriore elemento di grande rilevanza pratica, specificando che *"la necessità che l'accordo tra intermediario e investitore concerna anche 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"*.

La Cassazione ammette così che l'informativa circa gli elementi costituenti l'alea contrattuale possa essere fornita anche in sede precontrattuale, dando rilevanza alla conoscenza effettiva del rischio da parte dell'investitore che stipuli un contratto IRS.

In conclusione, con queste più recenti Ordinanze la Suprema Corte sembra aver voluto valorizzare il concreto andamento del rapporto e l'effettiva conoscenza delle condizioni contrattuali e dei rischi ad esso connessi, piuttosto che fondare il proprio giudizio su un mero formalismo che, di fatto, nei primi anni successivi alle Sezioni Unite del 2020 ha portato a chiusure trancianti nella valutazione della validità del contratto derivato, quasi a prescindere dalla reale intenzione delle parti e della causa in concreto perseguita.

Sarà interessante osservare come questi ulteriori principi saranno ora applicati nella pratica dalla giurisprudenza di legittimità e di merito.



DB non solo
diritto
bancario

A NEW DIGITAL EXPERIENCE

 **dirittobancario.it**
