

MARZO 2026

Contratti derivati: con le ordinanze nn. 2262 e 2358 del 2026 la Corte di Cassazione promuove un approccio sostanziale rispetto alla validità degli interest rate swap

○ Contenzioso, Arbitrati e ADR

Il contesto: le incertezze applicative dopo la c.d. Sentenza Cattolica

In tema di contratti derivati, e in particolare di *interest rate swap* ⁽¹⁾, la nota "Sentenza Cattolica" (**Cass. SS.UU. n. 8770/2020**) aveva individuato tre elementi che dovevano necessariamente essere condivisi tra l'intermediario e l'investitore ai fini della validità del contratto che, per l'effetto, poteva essere considerato ad alea "razionale":

1. i criteri di calcolo del valore del c.d. **mark-to-market (o MTM)**, o costo di sostituzione (meglio, il suo metodo di stima), ossia il costo al quale una parte può anticipatamente chiudere il contratto o un terzo estraneo all'operazione è disposto, alla data della valutazione, a subentrare nel derivato, così da divenire, in pratica, il valore corrente di mercato dello *swap*;
2. gli **scenari probabilistici**; e
3. i c.d. **costi impliciti o occulti**.

L'ampiezza e, per certi versi, la genericità di tali indicazioni hanno però determinato una certa confusione nella giurisprudenza di merito: diversi giudici, infatti, in ossequio a tale decisione, hanno adottato un **approccio puramente formale**, dichiarando **nullo qualsiasi contratto derivato che non recasse nel proprio testo l'indicazione espressa di quei tre elementi**, e ciò **anche a prescindere dalla struttura del prodotto**, dalla sua finalità e dal livello di sofisticazione delle parti.

Emblematica, a tal riguardo, una pronuncia della **Corte d'Appello di Milano (n. 3382/2021)** che, pur riconoscendo l'incertezza sul significato stesso di "scenari probabilistici", aveva concluso per la nullità del contratto per il solo fatto che nel dato testuale dello stesso mancasse "*alcun dato che possa ricondursi alla nozione di 'scenario probabilistico'*".

Con le **ordinanze nn. 2262 e 2358 del 3 e 4 febbraio 2026**, la Prima Sezione Civile della Corte di Cassazione sembrerebbe intervenire sul tema, offrendo una rilettura – **non un superamento** – dei principi enunciati dalle Sezioni Unite.

Dal formalismo alla sostanza

Il primo passaggio logico delle ordinanze riguarda la **collocazione dogmatica** dei requisiti individuati dalla Sentenza Cattolica.

La Corte sgombra anzitutto il campo da un equivoco diffuso: *mark-to-market* e scenari probabilistici non attengono alla causa né alla determinatezza dell'oggetto contrattuale. Essi rilevano, piuttosto, in sede del **giudizio di meritevolezza** ex art. 1322, comma 2, c.c. Ne consegue che un contratto IRS, il cui testo rechi gli elementi essenziali – nozionale, date, parametri di riferimento, misura dei tassi – avrebbe un oggetto determinato o determinabile e non potrebbe essere dichiarato nullo per il solo fatto che

⁽¹⁾ Come osservato dalla Corte di Cassazione nella Sentenza Cattolica, nel *genus* degli *swap*, la specie più diffusa è quella del c.d. *interest rate swap* (altrimenti, IRS, specie nella sua forma più diffusa o di base, il c.d. *plain vanilla*), ossia quel contratto di scambio (*swap*) di obbligazioni pecuniarie future che, in sostanza, si traduce "*nel dovere di un Tale di dare all'Altro la cifra d (dove d è la somma corrispondente al capitale 1 per il tasso di interesse W) a fronte dell'impegno assunto dall'Altro di versare al Tale la cifra y (dove y è la somma corrispondente al capitale 1 per il tasso di interesse Z)*".

manchino riferimenti espliciti al *mark-to-market* o agli scenari probabilistici ⁽²⁾.

Il secondo profilo di interesse è la lettura **unitaria e funzionale** dei requisiti informativi.

Mark-to-market e scenari probabilistici non sono elementi autonomi e cumulativi, bensì componenti di un unico giudizio: i secondi servono a dare "contenuto" al primo, poiché illustrano i dati storici (rendimento medio e volatilità) impiegati nel calcolo del valore di mercato del derivato. In questa prospettiva, la Corte (in entrambe le ordinanze) si sofferma in particolare sulla definizione di "scenari probabilistici" ed esclude che questi possano essere intesi come proiezioni sull'andamento futuro dei tassi. Per scenari probabilistici si deve intendere il *"novero delle informazioni relativi a dati storici (principalmente, rendimento, medio e volatilità) utilizzati per la determinazione del mark-to-market"* (i.e., in sostanza, la documentazione dei parametri storici e metodologici alla base del pricing).

Il principio di proporzionalità e la rilevanza dell'informativa precontrattuale

Un passaggio di particolare interesse pratico è anche quello che parrebbe introdurre una sorta di criterio di **proporzionalità**: il **grado di dettaglio** richiesto nell'esplicitazione dell'alea dipende dalla **complessità della singola operazione**.

In particolare,

- (i) da un lato, per i contratti IRS c.d. *"plain vanilla con finalità di copertura"* ⁽³⁾ il cui *fair value* è determinabile attraverso il *discounted cash flow method* ⁽⁴⁾, la Corte ritiene che non sia indispensabile un'indicazione analitica nel testo contrattuale, purché i criteri di calcolo siano desumibili dalla struttura dell'operazione;
- (ii) dall'altro, per i derivati a struttura complessa, il livello di *disclosure* dovrebbe essere più articolato, fermo restando che anche in tali casi la Corte mette in guardia da un eccesso di analiticità che risulterebbe *"ipertrofico e in fin dei conti controproducente"* ⁽⁵⁾.

Più in generale, quindi, la Corte sembra suggerire **una possibile distinzione tra i contratti IRS "speculativi" e i contratti IRS "di copertura"** in merito all'analiticità e al grado di dettaglio richiesto nell'esplicitazione dell'alea del contratto: nei casi di ridotta complessità dell'operazione (quale il caso degli

⁽²⁾ Come chiarito dalla Corte, nell'ordinanza n. 2358 del 4 febbraio 2026, cioè: *"In ordine al requisito della determinatezza/determinabilità dell'oggetto [...] esso prescinde dalla razionalità dell'alea e va commisurata alla oggettiva strutturazione del contratto, in relazione alle obbligazioni reciproche assunte dai 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 [...] (nozionale, date, misura degli interessi), l'oggetto del contratto è sol per questo determinato o determinabile [...]".*

⁽³⁾ Ergo, usando le parole della Corte: *"un derivato che prevede il puro e semplice scambio di flussi finanziari rispettivamente a tasso fisso e a tasso variabile"* (cfr. Cass., 3 febbraio 2026, n. 2262).

⁽⁴⁾ Trattasi questa di una metodologia particolarmente diffusa e accessibile agli operatori di mercato.

⁽⁵⁾ Per citare un passaggio dell'ordinanza n. 2262 del 3 febbraio 2026: *"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 [...]".*

IRS "di copertura"), non è necessario che il *mark-to-market* e la sua formula di calcolo siano indicati in maniera particolarmente analitica, in quanto la loro specifica determinazione potrebbe comunque desumersi dalla *"architettura della concreta operazione"*.

L'ordinanza n. 2358/2026 aggiunge, infine, un elemento che ne amplifica la potenziale portata pratica: le informazioni rilevanti ai fini della comprensione dell'alea **non devono necessariamente trovarsi nel testo del contratto**. La Corte ammette che la consapevolezza del rischio possa risultare anche dall'informativa precontrattuale fornita dall'intermediario ovvero dalla pubblica disponibilità dei dati di mercato utilizzati per il calcolo del *mark-to-market*. Si tratta di un'apertura che valorizza la fase delle trattative e la documentazione ad esse relativa, spostando l'attenzione dal dato testuale del contratto alla **effettiva conoscenza** dell'investitore al momento della stipula.

Quali conseguenze per gli operatori?

Se l'orientamento espresso dalle due ordinanze dovesse consolidarsi, le ricadute pratiche potrebbero essere rilevanti.

Quanto ai **contenziosi in corso**, le pronunce parrebbero offrire argomenti difensivi significativi agli intermediari, laddove questi possano dimostrare che l'investitore disponeva comunque delle informazioni necessarie, per via dell'informativa precontrattuale o della pubblica accessibilità dei dati.

Più in generale, ciò che emerge dalle due decisioni è l'indicazione, per i giudici di merito, di accertare la **sostanza dell'operazione**, piuttosto che il mero dato formale del testo contrattuale.

Dipartimento di Contenzioso, Arbitrati e ADR

Il Dipartimento di Contenzioso, Arbitrati e ADR di Legance è a disposizione per qualsiasi chiarimento ed approfondimento, anche in relazione a fattispecie specifiche.

Per ulteriori informazioni, si prega di contattare LitigationArbitration@legance.it oppure il Vostro professionista di riferimento all'interno di Legance.

Contatti

Milano

Via Broletto, 20

20121

T +39 02 89 63 071

Roma

Via di San Nicola da Tolentino, 67

00187

T +39 06 93 18 271

Londra

Aldermay House,

10 – 15 Queen Street

EC4N 1TX

T +44 (0)20 70742211

info@legance.it | www.legance.it

Lo Studio

Legance è uno studio legale italiano con un team di professionisti esperti, dinamici e orientati al risultato, il cui affiatamento ha reso possibile un modello organizzativo flessibile ed incisivo che, attraverso dipartimenti attivi in tutti i settori della consulenza legale d'affari, esprime il giusto equilibrio tra specialista e avvocato come consulente globale. Legance conta oltre 400 avvocati, nelle sedi di Milano, Roma e Londra. Le aree di competenza sono: Alimentare; Ambientale; Amministrativo; Assicurazioni; Banking; Compliance; Contenzioso, Arbitrati e ADR; Corporate M&A; Data Law; Debt Capital Markets; Energy & Infrastructure; Equity Capital Markets; ESG e Impact; Fashion & Luxury; Financial Intermediaries Regulations; Finanza Strutturata; Fondi di Investimento; Lavoro e Relazioni Industriali; Life Sciences & Healthcare; Navigazione e Trasporti; Penale d'Impresa; Proprietà Intellettuale; Real Estate; Ristrutturazione del Debito e Crisi d'Impresa; Sport; Telecomunicazioni, Media e Tecnologia; Tributario; UE, Antitrust e Regolamentazione. Per maggiori informazioni, potete visitare il nostro sito web: www.legance.it.

Disclaimer

La presente Newsletter ha il solo scopo di fornire informazioni di carattere generale. Di conseguenza, non costituisce un parere legale né può in alcun modo considerarsi come sostitutivo di una consulenza legale specifica.

Questa newsletter viene inviata a persone che hanno fornito i loro dati personali nel corso di relazioni professionali, riunioni, seminari, workshop o eventi simili. Legance è stato autorizzato all'invio di questa newsletter. È possibile riceverla, infine, perché è stato dato mandato a Legance in

*passato. Se si desidera non ricevere più la newsletter, si prega di scrivere un'email a newsletter@legance.it e le informazioni saranno rimosse dalla lista dei destinatari. Finché non si effettua la cancellazione dalla lista dei destinatari i dati personali saranno trattati su supporto cartaceo o elettronico per finalità relative alla gestione dei rapporti professionali esistenti, o per motivi di informazione e divulgazione, ma non saranno comunicati a terzi, a meno che tale comunicazione non sia imposta dalla legge o strettamente necessaria per gestire la relazione professionale. Titolare del trattamento è **Legance - Avvocati Associati**. L'elenco dei responsabili del trattamento è disponibile scrivendo un'email a clienti.privacy@legance.it. È possibile in ogni caso esercitare i propri diritti come stabilito dall'attuale normativa sulla protezione dei dati personali. In tale ultimo caso le richieste devono essere inoltrate via mail a privacy@legance.it.*

Legance - Avvocati Associati ed i suoi soci non sono sottoposti alla regolamentazione della Solicitors Regulation Authority ("SRA") ed il piano assicurativo obbligatorio previsto dalla SRA non è loro applicabile (sono viceversa coperti da un apposito piano assicurativo italiano). Una lista dei soci di Legance - Avvocati Associati è consultabile presso l'ufficio di Londra in Aldermary House 10-15 Queen Street - EC4N1TX, oppure all'indirizzo <https://www.legance.it/professionisti/>.