

10286 2018



**REPUBBLICA ITALIANA**  
**LA CORTE SUPREMA DI CASSAZIONE**  
**PRIMA SEZIONE CIVILE**

Composta dagli Ill.mi Sigg.ri Magistrati

MARIA CRISTINA GIANCOLA

Presidente

MARIA ACIERNO

Consigliere - Rel.

LAURA TRICOMI

Consigliere

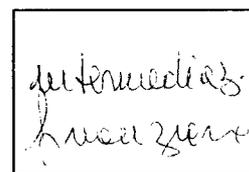
GIULIA IOFRIDA

Consigliere

ROSARIO CAIAZZO

Consigliere

Oggetto



Ud. 04/12/2017 CC  
Cron. 10286  
R.G.N. 2041/2013

C.U.C.I.

**ORDINANZA**

sul ricorso 2041/2013 proposto da:

Paola, I Rosetta, Davide, nella qualita' di  
eredi di Primo, domiciliati in

, giusta procura in calce al ricorso;

-ricorrenti -

contro

G

ORD.

1377

2017

Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.a., incorporante la Banca Agricola Mantovana S.p.a., in persona del legale rappresentante pro tempore, elettivamente domiciliata in F ,  
 , giusta procura a  
 margine del controricorso;

-controricorrente -

avverso la sentenza n. 1258/2012 della CORTE D'APPELLO di BRESCIA, depositata il 06/11/2012;  
udita la relazione della causa svolta nella camera di consiglio del 04/12/2017 dal cons. ACIERNO MARIA;  
lette le conclusioni scritte del P.M., in persona del Sostituto Procuratore Generale CAPASSO LUCIO che ha chiesto l'accoglimento per quanto di ragione del primo, secondo e quarto motivo di ricorso; rigetto del terzo motivo.

### **FATTI DI CAUSA E RAGIONI DELLA DECISIONE**

1. La Corte d'Appello di Brescia, confermando la pronuncia di primo grado, ha rigettato le domande proposte da Primo, Paola e Davide aventi ad oggetto, per quel che ancora interessa, l'accertamento dell'inadempimento degli obblighi contrattuali a carico del Monte Paschi di Siena in qualità d'intermediario nell'acquisto di obbligazioni Cirio e Dal Monte avvenuti rispettivamente il 5/12/2000 e 16/5/2001 da parte degli attori-investitori.

2. Nella sentenza impugnata è stato affermato che gli investitori avevano ricevuto informazioni adeguate e che ben

conoscevano le caratteristiche del prodotto. A questa conclusione la Corte è pervenuta rilevando quanto segue:

- non è provato che fossero stati i funzionari della banca ad orientare gli appellanti verso titoli più rischiosi di quelli in precedenza acquistati tanto che era risultato che solo i  
ra oltre 7000 clienti, avevano acquistato obbligazioni Cirio e solo un altro cliente aveva acquistato prodotti Dal Monte;

- il (Primo) era persona molto diligente nel seguire i propri investimenti ed in passato padre e figlio avevano investito in titoli di Stato, pronti conto termine e a volte in fondi azionari;

- per l'acquisto dei bond venne creato un rapporto contrattuale nuovo, con stipula del contratto quadro e consegna del documento rischi generali;

- i clienti non avevano dato informazioni sulla propria situazione finanziaria, peraltro nota alla banca, e avevano indicato una propensione al rischio "alta" indicando come obiettivo dell'investimento "la prevalenza della rivalutabilità rapportata al rischio della oscillazione dei corsi" (inferiore solo ai derivati);

- si trattava d'investitori dotati di mezzi ed esperienza e proprio l'esigenza di dare vita ad un nuovo rapporto poneva in evidenza la consapevolezza della diversa natura dei titoli in questione e, del resto, la consegna del documento rischi generali consentiva di valutare le ragioni di maggior rischio insite nei titoli di debito;

- l'investimento era seguito a trattative con il cliente e le indicazioni apposte sul questionario attestavano che l'oggetto e la natura dell'investimento erano stati illustrati e compresi;



- l'obbligo informativo della banca non poteva oltrepassare le notizie <sup>o</sup> conosciute all'epoca degli ordini di acquisto;

- l'inadeguatezza non aveva trovato riscontro in quanto i erano soliti investire somme rilevanti anche se per investimenti meno rischiosi ed avevano un'elevata liquidità giacente;

- non erano state indicate circostanze particolari già note all'ambiente bancario e le cedole erano state pagate <sup>te</sup> fino a maggio 2002 e solo alla fine di quell'anno si era verificato il *default*.

- non aveva rilievo che i titoli non fossero scambiati sul mercato ufficiale né che non fosse stata consegnata *l'offering circular* né che i prodotti fossero destinati agli investitori professionisti, in quanto nella fase successiva all'emissione sul libero mercato non sussiste un divieto per le banche di commercializzare il prodotto finanziario nel mercato *retail*. Infine il *rating* non era imposto obbligatoriamente.

3. La Corte d'Appello ha escluso, infine, il conflitto d'interessi perché la negoziazione in contropartita diretta è uno dei servizi cui l'intermediario è autorizzato ed il prezzo di acquisto è stato solo marginalmente superiore a quello di mercato.

4. In ordine alla domanda di risarcimento del danno, la Corte ha affermato che, a parte l'insussistenza dell'inadempimento, la domanda è stata formulata in modo generico perché il pregiudizio subito è stato ritenuto pari agli investimenti mentre avrebbe dovuto essere contenuto nella differenza tra il valore che i titoli avrebbero avuto in assenza di default e quello attuale. Nulla è stato chiarito al riguardo e la

consulenza d'ufficio richiesta avrebbe avuto carattere esplorativo.

5. Avverso questa pronuncia hanno proposto ricorso per Cassazione Paola M. e Rosetta I. in qualità di eredi di Primo e Davide in proprio ed in qualità di erede di primo con quattro motivi accompagnati da memoria. Ha resistito Monte dei Paschi di Siena con controricorso e ha depositato requisitoria scritta il Procuratore Generale chiedendo l'accoglimento del primo secondo e quarto motivo di ricorso.

6. Con il primo motivo viene dedotta la violazione degli artt. 21 e 23 T.U.F. e 26 e 28 Reg. Consob n. 11522 del 1998 oltre che il vizio di motivazione per non aver la Corte di Appello riscontrato, nella condotta della Banca resistente, la violazione degli obblighi informativi specifici incombenti sull'intermediario, così escludendone l'inadempimento. Tale conclusione, secondo la parte ricorrente si pone in contrasto con i principi sanciti dalla Corte di legittimità in tema di interpretazione e applicazione degli artt. 21 del TUF e 28 del reg. CONSOB che prevedono che la banca abbia il dovere di fornire una informazione effettiva, specifica e adeguata affinché si possa formare il consenso informato dell'investitore sulla natura, i rischi, e le implicazioni delle singole operazioni di investimento.

Afferma il ricorrente che non sono state fornite informazioni specifiche sul titolo, pacificamente conosciute dalla Banca, quali la negoziazione in mercati non regolamentati e la conseguente mancanza di *rating*, e che non è stata rilevata né data conoscenza al cliente della mancanza



dell'*offering circular* e cioè della capacità di rendimento in relazione alle caratteristiche del prodotto.

Gli indicatori contenuti nella sentenza impugnata in ordine all'assolvimento degli obblighi informativi devono ritenersi privi di fondamento oltre che del tutto contraddittori: la liquidità è un fattore irrilevante e non è sintomo di conoscenza; gli altri investimenti compiuti dalla parte ricorrente erano radicalmente meno rischiosi (titoli di stato e pronti contro termine), il riferimento alle trattative e all'illustrazione del prodotto sono state desunte soltanto dalle risposte al questionario il quale non aveva ad oggetto le caratteristiche specifiche dei prodotti. Non è stata fornita, in conclusione, la prova positiva dell'adempimento degli obblighi specifici connessi al grado di rischio intrinseco (prima del *default*) del titolo in oggetto.

7. Nel secondo motivo la medesima censura è prospettata sotto il profilo dell'adeguatezza dell'investimento rispetto al profilo dell'investitore sia sotto il profilo della violazione degli artt. 26, comma 6. T.U.F. che 29 del reg. Consob n.11522 del 1998 sia in ordine al difetto di motivazione.

In particolare, il ricorrente sottolinea come la Corte di Appello abbia dato rilievo, ai fini della valutazione della inadeguatezza dell'operazione, alla sola non conoscenza del prossimo *default* dell'emittente e non alle normali informazioni desumibili dal mercato a disposizione degli operatori professionali. Nel caso di specie, la Banca era consapevole del fatto che i bond fossero venduti prima dell'immissione nel mercato regolamentato, nel *grey market*, e fossero privi di *rating* ufficiale, e ciò aveva una forte incidenza



sull'adeguatezza dell'investimento specie se le informazioni in oggetto, com'è accaduto, fossero state omesse.

8. I primi due motivi, da esaminarsi congiuntamente in quanto logicamente connessi, sono fondati, così come ritenuto anche dal Procuratore Generale nella propria requisitoria scritta.

8.1 Sono state incontestatamente omesse (per espresso riconoscimento contenuto nella sentenza impugnata) le informazioni riguardanti le caratteristiche specifiche del prodotto inerenti al suo grado di rischio. La Corte d'appello ne ha espressamente escluso l'influenza sulla valutazione della diligenza endocontrattuale dell'intermediario da fondarsi sul parametro integrato desumibile dall'art.21 T.U.F. e 26, 28,29 reg. Consob n. 11522 del 1998, *ratione temporis* applicabile. L'investitore non è stato messo a conoscenza, secondo la specifica allegazione del ricorrente, né della negoziazione in mercati non regolamentati (nei quali si possono emettere titoli obbligazionari anche oltre il capitale versato) né della mancanza di *rating* e dell'*offering circular* (prospetto abbreviato delle caratteristiche dei titoli di una nuova emissione). Queste informazioni incidono direttamente sul grado di rischio specifico del prodotto e non sono contenute nel "documento rischi generali" che ha ad oggetto la distinzione in astratto tra i diversi prodotti o investimenti per categorie generali quali "azioni", "obbligazioni" etc. Nella specie la riconduzione dell'investimento al *genus* obbligazioni non consente di desumere anche quelle caratteristiche specifiche del prodotto che sono state omesse. La Corte ha giustificato la sufficienza delle generiche informazioni rese in virtù del delineato profilo soggettivo dell'investitore.

8.2. Al riguardo devono essere illustrati i principi ormai consolidati della giurisprudenza di questa Corte in ordine alla natura, al contenuto ed all'onere della prova relativi agli obblighi informativi gravanti sull'intermediario nel contratto in questione in particolare se posti in correlazione con il profilo soggettivo di rischio dell'investitore.

Deve rilevarsi che per orientamento costante di questa Corte gli obblighi informativi devono essere assolti in modo specifico per qualsiasi tipologia di investimento finanziario (ovvero sia nella negoziazione di prodotti finanziari che nelle gestioni patrimoniali) e devono essere alla base di ogni scelta d'investimento. In ordine alle operazioni qualificabili come "non adeguate" nel sistema normativo vigente *ratione temporis* oltre all'obbligatorietà dell'ordine scritto deve esserci anche la preventiva informazione specifica sull'investimento da eseguire, scattando, secondo l'orientamento costante di questa Corte, l'onere della banca di darne la prova puntuale a fronte dell'allegazione da parte dell'investitore della sua mancanza. (Cass.11578 del 2016; 19417 del 2017).

Pertanto, le informazioni che l'intermediario deve fornire devono essere sempre "adeguate", sotto il profilo oggettivo, alla natura dell'investimento ed al suo grado di rischiosità da ancorare ad indici concreti e non all'astratta natura giuridica del prodotto. Il profilo soggettivo dell'investitore non è influente al riguardo, fermo restando che in difetto delle qualità normativamente richieste per essere un investitore qualificato o professionale, il profilo rimane quello dell'investitore retail con l'applicazione dell'intero sistema di protezione dall'asimmetria informativa messo a punto dalle norme del T.U.F. sopra indicate e integrate dai regolamenti Consob. (Cass. 8394 e 9892 del 2016).

In ordine al contenuto delle informazioni, si deve richiamare la pronuncia n. 1376 del 2016 secondo la quale l'investitore deve conoscere:

*"la natura e le caratteristiche peculiari del titolo, con particolare riferimento alla rischiosità del prodotto finanziario offerto; 2) la precisa individuazione del soggetto emittente, non essendo sufficiente la mera indicazione che si tratta di un "Paese emergente"; 3) il "rating" nel periodo di esecuzione dell'operazione ed il connesso rapporto rendimento/rischio; 4) eventuali carenze di informazioni circa le caratteristiche concrete del titolo (situazioni cd. di "grey market"); 5) l'avvertimento circa il pericolo di un imminente "default" dell'emittente. I principi sopra esposti sono stati di recente confermati, tra le altre dalla sentenza n. 12544 del 2017, nella quale è precisato che l'obbligo informativo consiste nella "comunicazione di tutte le notizie conoscibili in base alla necessaria diligenza professionale e l'indicazione, in modo puntuale, di tutte le specifiche ragioni idonee a rendere un'operazione inadeguata".*

L'allegazione della carenza d'informazioni incidenti sul grado di rischiosità del prodotto o dell'investimento da parte dell'investitore determina per l'intermediario l'onere di provare di aver assolto all'obbligo informativo di cui si denuncia la mancanza o comunque di aver prospettato concretamente il grado di rischio effettivo dell'investimento all'investitore anche mediante prove orali (Cass. 19750 del 2017). Come già osservato, l'assolvimento di tale onere probatorio non è escluso neanche nell'ipotesi in cui vi sia stato un ordine scritto che, nell'indicare l'inadeguatezza dell'operazione, contenga il generico riferimento alla conoscenza delle caratteristiche del prodotto. (Cass.19417 del 2017).

Il profilo soggettivo del cliente e la sua propensione al rischio non possono determinare la legittimità dell'elusione dell'assolvimento dell'obbligo informativo.

In primo luogo costituisce obbligo endocontrattuale dell'intermediario l'acquisizione di informazioni sul cliente tali da consentire di delineare un profilo soggettivo dello stesso che ne evidenzia le potenzialità economiche e patrimoniali e la conseguente propensione all'investimento ed al rischio. La mancanza di un profilo attendibile non determina alcuna attenuazione dell'obbligo informativo anche se desumibile dalla sottoscrizione della clausola, generalmente predisposta unilateralmente dall'intermediario, di rifiuto di fornire informazioni da parte dell'investitore. (ex multis Cass. 5250 del 2016).

In secondo luogo, ad eccezione dell'investitore abilitato o professionale, la accertata propensione al rischio del cliente non elimina l'obbligo informativo ma lo conforma in modo biunivoco. L'esperienza dell'investitore e le sue dichiarate ed accertate scelte d'investimento incidono sulla selettività delle informazioni da fornire nel senso che verosimilmente esse devono riguardare caratteristiche specifiche e non generalmente conoscibili del prodotto. D'altra parte, tanto più è elevata la rischiosità dell'investimento tanto più puntuale deve essere l'adempimento dell'obbligo informativo in relazione a tale specifico profilo. E ciò non con la finalità, non realizzabile dall'investitore, di azzerare od eliminare il rischio, tendenzialmente connesso alle potenzialità di rendimento dell'investimento, ma al fine di verificare se la scelta dell'investimento sia stata dettata dalla conoscenza effettiva delle variabili che ne conformano la rischiosità. Al riguardo, questa Corte, con la recente sentenza n.20617 del 2017 ha affermato che l'obbligo informativo riveste un ruolo del tutto centrale nella



dinamica del rapporto fondato su un contratto d'intermediazione finanziaria, facendosi via via più specifico e puntuale dalla fase precontrattuale a quella successiva alla sua conclusione: *"gli obblighi di comportamento sanciti dall'art. 21 del d.lgs. n. 58 del 1998 e dalla normativa secondaria contenuta nel reg. Consob n. 11522 del 1998, sorgono sia nella fase che precede la stipulazione del contratto quadro (come quello di consegnare il documento informativo sui rischi generali degli investimenti in strumenti finanziari e di acquisire le informazioni sull'investitore circa la sua esperienza in materia di investimenti in strumenti finanziari, la sua situazione finanziaria, i suoi obiettivi di investimento e la sua propensione al rischio), sia dopo la sua conclusione (è il caso dell'obbligo d'informazione cd. attiva circa la natura, i rischi e le implicazioni della singola operazione, di astenersi dal porre in esecuzione operazioni inadeguate e di quelli che sono correlati alle situazioni di conflitto di interessi)"*.

Alla luce dei principi sopra esposti, emerge con chiarezza la duplice erroneità della sentenza impugnata in relazione al mancato rilievo dell'inadempimento dell'intermediario nell'assolvimento degli obblighi informativi su di esso incombenti.

Il parametro normativo integrato, costituito dall'art. 21 T.U.F. e dagli artt. da 26 a 29 del Reg. Consob n. 11522 del 1998, è stato violato sia in relazione alla ritenuta sufficienza del documento sui rischi generali, idoneo solo a porre il cliente, in fase precontrattuale, a conoscenza delle caratteristiche astratte degli investimenti, sia in relazione alla giustificazione della sufficienza delle carenti informazioni fornite in considerazione del profilo soggettivo dell'investitore che avrebbe determinato la sostanziale eliminazione dell'obbligo informativo, in contrasto con gli orientamenti della giurisprudenza di legittimità sopra richiamati e

nonostante la centralità ed indefettibilità di tale dovere nella conformazione dell'intreccio sinallagmatico del contratto.

La Corte territoriale, in conclusione, non ha fatto buon governo dei principi che, coerentemente con la ratio del tessuto legislativo posto a base del riconoscimento dell'asimmetria informativa propria del contratto d'intermediazione finanziaria, la giurisprudenza di legittimità ha elaborato.

In particolare, ha violato il peculiare regime dell'onere della prova proprio di questi rapporti contrattuali, nel ritenere che il profilo soggettivo del cliente, peraltro fondato su indici non significativi della propensione al rischio, abbia esonerato l'intermediario dal fornire la prova dell'adempimento degli obblighi informativi specifici di cui è stata allegata la carenza, ritenendo, erroneamente rispetto al parametro normativo, comunque sufficiente un'informazione meramente astratta.

Nel terzo motivo viene dedotta la violazione e l'omessa motivazione in ordine all'interpretazione e applicazione degli artt. 23, comma 6 e 21 del T.U.F. e degli artt. 27 e 32 Reg. Consob 11522/98, riguardanti la violazione da parte della banca della normativa sul conflitto di interessi. La parte ricorrente ha dedotto che la Banca, in fase di vendita delle obbligazioni in contropartita diretta, avesse applicato un prezzo superiore rispetto a quello di mercato, derogando al principio della *best execution* e al disposto di cui all'art. 8 del Reg. Consob 11768/98 nonché all'art. 1395 c.c., sul divieto di contratto con sé stesso. In particolare, la Banca, in fase di vendita, avrebbe applicato delle commissioni più alte rispetto a quelle di mercato accrescendo in tal modo il proprio guadagno. Per la parte ricorrente, tale condotta ha integrato gli estremi del conflitto di interessi dal momento che l'operazione, così

come è stata conclusa, avrebbe arrecato un vantaggio alla banca in danno del cliente.

La censura è infondata. Come correttamente rilevato dalla Corte d'Appello e coerentemente con gli orientamenti di questa Corte (Cass.n.28432 del 2011; 11876 del 2016), la negoziazione in contropartita diretta costituisce uno dei servizi di investimento al cui esercizio l'intermediario è autorizzato, al pari della negoziazione per conto terzi, come si evince dalle definizioni contenute nell'art. 1 del d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, essendo essa una delle modalità con le quali l'intermediario può dare corso ad un ordine di acquisto o di vendita di strumenti finanziari impartito dal cliente. In concreto la Corte ha accertato l'insussistenza della situazione di conflitto lamentato con accertamento di fatto puntuale ed insindacabile.

Con il quarto motivo di ricorso, si lamenta che la Corte d'Appello abbia ritenuto generica la domanda risarcitoria, in quanto priva dell'esatta determinazione del quantum, il cui onere probatorio anche in applicazione dell'art. 23, comma 6, T.U.F. doveva ritenersi a carico dell'investitore.

La censura è fondata. Come esattamente rilevato nella requisitoria del Procuratore generale la parte ricorrente aveva formulato una domanda risarcitoria fondata sulla differenza tra il valore dei titoli al momento dell'acquisto e quello degli stessi al momento della domanda risarcitoria, ponendo a sostegno della stessa allegazioni specifiche, quali il minor valore dei titoli non contestato dalla controparte. Tale formulazione risulta peraltro coerente con i criteri fissati dalla giurisprudenza di questa Corte per la quantificazione del danno derivante dalla vendita di prodotti finanziari (Cass. n. 29864 del 2011) così massimati:

*"nella prestazione del servizio di negoziazione di titoli, qualora l'intermediario abbia dato corso all'acquisto di titoli ad alto*

*rischio senza adempiere ai propri obblighi informativi nei confronti del cliente, il danno risarcibile consiste nell'essere stato posto a carico di detto cliente un rischio, che presumibilmente egli non si sarebbe accollato. Tale danno può essere liquidato in misura pari alla differenza tra il valore dei titoli al momento dell'acquisto e quello degli stessi al momento della domanda".*

In conclusione la Corte d'Appello ha erroneamente qualificato la domanda ritenendo indispensabile l'esatta quantificazione del danno invece che sufficiente l'allegazione del pregiudizio subito, peraltro, nella specie corredato dei criteri (non vincolanti per il giudice di merito) per determinarlo.

In conclusione devono essere accolti il primo, il secondo ed il quarto motivo di ricorso, mentre deve essere rigettato il terzo motivo.

Alla cassazione della sentenza impugnata consegue il rinvio alla Corte d'Appello di Brescia in diversa composizione che deciderà anche in ordine alle spese processuali del presente giudizio.

P.Q.M.

Accoglie il primo, il secondo ed il quarto motivo di ricorso. Respinge il terzo. Cassa la sentenza impugnata e rinvia alla Corte d'Appello di Brescia in diversa composizione anche per le spese processuali del presente giudizio.

Così deciso nella camera di consiglio del 4 dicembre 2018

Il Funzionario Giudiziario  
Dott.ssa *Fabrizia BARONE*



Il Presidente

(Dr.ssa Maria Cristina Giancola)

DEPOSITATO IN CANCELLERIA

Il ..... 27 APR 2018  
Il Funzionario Giudiziario  
Dott.ssa *Fabrizia BARONE*