

REPUBBLICA ITALIANA
LA CORTE SUPREMA DI CASSAZIONE
PRIMA SEZIONE CIVILE

Composta dagli Ill.mi Sigg.ri Magistrati:

CARLO DE CHIARA	- Presidente -
MASSIMO FERRO	- Consigliere -
COSMO CROLLA	- Consigliere -
ANDREA FIDANZIA	- Consigliere -
GIUSEPPE DONGIACOMO	- Rel.Consigliere -

Oggetto

INTERMEDIAZIONE
FINANZIARIA

Ud. 17/5/2023 – CC

R.G.N. 27031/2019

ha pronunciato la seguente:

ORDINANZA

sul ricorso 27031-2019 proposto da:

ENRICO, rappresentato e difeso dall'Avvocato
per procura in calce al ricorso;

- ricorrente -

contro

CASSA DI RISPARMIO DI ORVIETO S.P.A., rappresentata e
difesa dagli Avvocati
per procura in calce al controricorso;

- controricorrente -

avverso la SENTENZA n. 318/2019 della CORTE D'APPELLO DI
PERUGIA, depositata il 18/5/2019;

udita la relazione della causa svolta nella camera di consiglio non
partecipata del 17/5/2023 dal Consigliere GIUSEPPE
DONGIACOMO.

FATTI DI CAUSA

1.1. Questa Corte, con la sentenza n. 2949/2017, ha così
illustrato i fatti della causa, decisa in primo grado con sentenza
del tribunale di Terni che, in data 16/8/2006, aveva, tra l'altro,
condannato la Cassa di Risparmio di Orvieto s.p.a. alla
restituzione della somma versata da Enrico per



l'acquisto di obbligazioni "Argentina" sul rilievo che la banca era venuta meno agli obblighi di cui all'art. 21 TUF e al Regolamento CONSOB 11522/1998 non avendo informato il cliente dei rischi che connotavano l'acquisto dei titoli: - *"1. Con sentenza depositata il 31 ottobre 2011 la Corte d'appello di Perugia, in riforma della decisione di primo grado, ha respinto la domanda di risoluzione dell'ordine impartito da Enrico [redacted] alla Cassa di Risparmio di Orvieto s.p.a., avente ad oggetto l'acquisto di titoli del debito pubblico argentino, confermando la condanna della Cassa al rimborso della somma investita, previa restituzione dei titoli oggetto dell'ordine. - 2. La Corte territoriale ha ritenuto: a) che la violazione degli obblighi che gravano sull'intermediario nell'esecuzione del contratto quadro non comporta la risoluzione dei singoli negozi attraverso i quali viene ad esso data attuazione, ma, salva l'eventualità della risoluzione dello stesso contratto di intermediazione, l'obbligo di risarcire il danno arrecato; b) che la conclusione del Tribunale, secondo il quale la banca aveva omesso di informare - sia pure verbalmente - il [redacted] degli specifici rischi che connotavano il titolo oggetto dell'ordine non era stata contrastata dalla banca appellante; c) che l'obbligo di informazione in relazione allo specifico ordine non era surrogato dall'informativa sui rischi connessi agli investimenti in prodotti finanziari; d) che la restituzione della somma investita e dei titoli argentini, realizzata dalle parti in spontanea esecuzione della sentenza di primo grado, poteva essere qualificata come risarcimento in forma specifica del danno subito dal*

1.2. Avverso tale sentenza la Cassa di Risparmio di Orvieto s.p.a. proponeva ricorso per cassazione, lamentando, con il primo motivo, *"... violazione o falsa applicazione degli artt. 1223 e 2697 cod. civ., nonché insufficiente e contraddittoria*



motivazione circa un fatto controverso e decisivo per il giudizio, per avere la Corte territoriale trascurato di considerare che, in caso di inadempimento contrattuale, il risarcimento è dovuto solo con riguardo ai pregiudizi che siano conseguenza immediata e diretta dell'inadempimento stesso, laddove, nel caso di specie, era mancata qualunque dimostrazione del nesso eziologico".

1.3. Questa Corte, con l'indicata sentenza, così ha deciso: - "l'art. 23, comma 6, t.u.f., concerne ... unicamente l'onere della prova della diligenza adoperata dall'intermediario nel fornire la propria prestazione, ma non incide sugli altri elementi costitutivi della pretesa risarcitoria"; - "in tal senso, del resto, si è già espressa la giurisprudenza di questa Corte, secondo la quale, in tema d'intermediazione finanziaria, la violazione dei doveri d'informazione del cliente e di corretta esecuzione delle operazioni che la legge pone a carico dei soggetti autorizzati alla prestazione dei servizi d'investimento finanziari, può dar luogo a responsabilità contrattuale, ove si tratti di violazioni riguardanti le operazioni d'investimento o disinvestimento, con la conseguenza che è sufficiente che l'investitore alleghi da parte dell'intermediario l'inadempimento delle obbligazioni poste a suo carico dall'art. 21 del t.u.f., come integrato dalla normativa secondaria, e che provi che il pregiudizio lamentato consegua a siffatto inadempimento; l'intermediario ha invece l'onere di provare d'aver rispettato i dettami di legge e di avere agito con la specifica diligenza richiesta (per tali principi, v. Cass. 19 gennaio 2016, n. 810; 6 marzo 2015, n. 4620; 29 ottobre 2010, n. 22147; 17 febbraio 2009, n. 3773)"; - "la questione, pur specificamente dedotta nell'atto di appello, sia con riferimento al tempo intercorso tra la negoziazione dei titoli e il default dell'Argentina, sia con riguardo al rapporto tra il capitale mobiliare investito anche in azioni



(dunque a rischio) e importo dei bond controversi, non è stata affrontata dalla Corte territoriale, se non ipotizzando erroneamente un automatismo tra inadempimento dell'intermediario e obbligo di risarcire il danno".

1.4. La Corte, quindi, ha ritenuto di accogliere il primo motivo, con assorbimento degli altri, ed ha, quindi, cassato la sentenza impugnata con rinvio alla corte d'appello di Perugia.

2.1. Riassunto il giudizio, la corte d'appello, con la pronuncia in epigrafe, ha rigettato la domanda di risarcimento dei danni proposta dall'attore in quanto infondata.

2.2. La corte, in particolare, dopo aver evidenziato che il giudizio di rinvio, *"immutate le valutazioni circa l'inadempimento della Banca ai propri obblighi (su cui è precluso tornare)"*, aveva ad oggetto l'accertamento, anche sulla base di presunzioni, della *"sussistenza del nesso causale tra inadempimento dell'intermediario e obbligo di risarcire il danno"* avendo riguardo al tempo intercorso tra la negoziazione dei titoli e il *default* dell'Argentina ed al rapporto tra il capitale mobiliare investito anche in azioni e l'importo dei *bond* controversi, ha affermato la necessità di *"valutare se vi fosse propensione al rischio da parte del cliente, quale idoneo fattore interruttivo della relazione eziologica tra l'inadempimento e il danno"*, verificando, in particolare, alla luce della regola causale del *"più probabile che non"*, *"se lo stesso, reso edotto della rischiosità dell'investimento, avrebbe omesso di effettuarlo o avrebbe optato per investimenti di tipo diverso"*, ed ha, in sostanza, ritenuto che, alla luce dei fatti accertati in giudizio, non è stata fornita e comunque manca la prova che l'attore, se adeguatamente informato, *"avrebbe desistito dall'investimento rivelatosi poi pregiudizievole"*.



2.3. Emerge, infatti, che il *“all’epoca dell’acquisto aveva investito parte non indifferente del suo capitale in attività speculative obiettivamente funzionali alla produzione di un margine di profitto”*, procedendo, in particolare, *“in periodo di poco antecedente e prossimo all’acquisto delle obbligazioni per cui è causa e per un investimento complessivo pari a circa 140.000 euro ... in linea con le somme impiegate negli acquisti contestati”*, ad *“investimenti orientati su propensione a rischio quanto meno medio-alto”*.

2.4. Deve, dunque, ritenersi, ha osservato la corte, non solo che il cliente fosse *“in grado di rendersi conto di ciò che stava comprando”* ma anche che *“l’investimento in bond argentini, sia per tipologia e oggetto ..., sia per frequenza e dimensioni ... corrispondesse appieno agli obiettivi di investimento prescelti”*.

2.5. Tale analisi, del resto, *“trova riscontro nella <<Informativa sui rischi connessi a investimenti in prodotti finanziari>> resa dalla banca”, “sicuramente antecedente all’acquisto dei titoli per cui è causa”,* la quale, pur non rilevando *“ai fini di ritenere adempiuti gli obblighi informativi relativi alla operazione contestata (questione ormai coperta dal giudicato)”*, dimostra come il cliente aveva preso atto che *“detto investimento potrebbe comportare l’eventualità di essere non facilmente liquidabile anche a seguito di provvedimenti restrittivi emanati dall’Autorità Governative del Paese emittente ...”*, dichiarando che ciò nonostante, in base agli obiettivi di investimento e alle risorse finanziarie a sua disposizione, *“tali investimenti erano pienamente adeguati”*, tanto più se si considera *“il successivo acquisto di titoli di Paesi emergenti ... che sicuramente avevano un rating peggiore”* dei bond argentini.



2.6. D'altra parte, ha aggiunto la corte, tali valutazioni sono avvalorate dal fatto che, al momento della negoziazione, *"non esistevano dati particolari dai quali desumere una rischiosità del titolo di portata superiore a quella che di norma può assegnarsi ad obbligazioni emesse da un paese cd. emergente, non europeo, la cui affidabilità non poteva essere parificata a quella degli stati occidentali ad economia avanzata ...: all'epoca dei fatti i titoli Argentina erano considerati titoli discretamente redditizi e con grado di rischio parametrato alla natura dell'emittente, uno Stato Sovrano"*. L'acquisto in questione *"è stato effettuato nell'anno 1999 e dunque in un periodo non sospetto in quanto precedente al declassamento operato dalle Agenzie ufficiali di rating solo a decorrere dal marzo 2001 (data a partire dalla quale il rating peggiora sensibilmente e lascia prevedere l'insolvenza)"*.

2.7. In definitiva, se si considera *"l'affidamento concesso al Paese Argentina dal Fondo Monetario Internazionale"*, può ben ritenersi che *"tali obbligazioni non destassero particolare sospetto e, dunque, che l'investimento fosse pienamente in linea con il profilo di rischio sopra descritto"*. E se si aggiunge *"l'epoca dell'investimento, con rating pur speculativo del titolo argentina"* e che *"il medesimo risparmiatore aveva dato prova di aver dato corso nel medesimo periodo all'acquisto di altri titoli speculativi"*, non può non ritenersi, ha concluso la corte, che *"l'investitore, anche se adeguatamente informato, avrebbe dato corso comunque all'acquisto contestato, dovendosi ritenere mancante (ed in ogni caso non provato) il nesso causale tra l'omessa informazione e la scelta di investimento"*.

2.8. Sussiste, infine, ha aggiunto la corte, *"altro motivo autonomo di esclusione del nesso causale tra la condotta omissiva della Banca ed il danno prodotto"*, vale a dire il *"lasso*



temporale tra la negoziazione contestata e il default del titolo": "il risarcimento dei danni conseguenti al default dei bonds è dovuto qualora l'intermediario avesse conosciuto l'elevata rischiosità dei titoli, ma avesse omesso l'informazione" mentre, nel caso in esame, "essendo avvenuto l'acquisto in un'epoca in cui la Cassa non disponeva ancora di dati certi dai quali desumere la rischiosità del titolo" (che, in relazione all'andamento del ranking, si trovava nelle "migliori categorie speculative"), "l'evento non era pronosticabile" e, dunque, "non può certo addebitarsi all'intermediario di non aver fornito informazione di cui egli all'epoca legittimamente non disponeva".

2.9. La corte d'appello, pertanto, ha rigettato la domanda di risarcimento dei danni proposta dall'attore in difetto di nesso eziologico tra l'inadempimento della banca e il danno da *default* dallo stesso lamentato.

2.10. La corte, infine, ha ritenuto che, in assenza della domanda della parte, *"nulla deve disporsi con riferimento alla restituzione dei titoli, ferma restando la facoltà di autonome richieste in tal senso (alla luce del rigetto della domanda di risoluzione contrattuale)"*.

2.11. Enrico con ricorso notificato il 20/9/2019, ha chiesto, per due motivi, la cassazione della sentenza, depositandone la copia autentica unitamente alla relazione di notifica della stessa in data 25/6/2019.

2.12. La Cassa di Risparmio di Orvieto s.p.a. ha resistito con controricorso.

2.13. Le parti hanno depositato memorie.

RAGIONI DELLA DECISIONE

3.1. Con il primo motivo, il ricorrente, lamentando la violazione e/o la falsa applicazione delle norme previste dall'art.



2729 c.c., degli artt. 21 e 23 TUF, degli artt. 27, 28 e 29 Reg. Consob n. 11522/1998, degli artt. 115 e 116 c.p.c. e dell'art. 2697 c.c. nonché l'omesso esame di un fatto decisivo per il giudizio che è stato oggetto di discussione tra le parti, ha censurato la sentenza impugnata: - nella parte in cui la corte d'appello, sulla base di fatti e circostanze la cui esistenza risulta irrimediabilmente smentita dalle risultanze istruttorie acquisite in giudizio, come l'elevata propensione al rischio dell'attore, ha escluso che quest'ultimo avesse dimostrato, come era suo onere, che, ove fosse stato adeguatamente informato, non avrebbe proceduto all'acquisto dei titoli ed ha, quindi, negato la sussistenza del nesso causale tra l'inadempimento della banca e il danno subito dall'attore, senza, tuttavia, considerare che l'inadempimento della banca agli obblighi di adeguata informazione e di astensione, sul quale si è formato il giudicato, è sufficiente a ingenerare la presunzione di sussistenza della relazione eziologica tra il suddetto inadempimento e il danno patito dall'investitore, peraltro non esclusa né dalla pretesa propensione al rischio dell'investitore né dalla mera consegna dell'informativa sui rischi connessi all'investimento, e che, in tale situazione, è la banca ad avere l'onere di provare la sopravvenienza di fatti idonei a deviare il corso della catena causale derivante dall'asimmetria informativa; - nella parte in cui la corte d'appello ha ritenuto, quale autonomo motivo di esclusione del nesso causale tra la condotta della banca e il danno prodotto, che, all'epoca della contrattazione per cui è causa, la banca non disponeva ancora di dati certi da cui desumere la rischiosità del titolo, che si trovava in relazione all'andamento del *ranking* nelle migliori categorie speculative, senza, tuttavia, considerare che, al contrario, tali conclusioni sono palesemente smentite dalla documentazione prodotta in



giudizio dall'attore, la quale dimostra che le maggiori società di *rating* avevano assegnato una valutazione negativa ai titoli del debito pubblico argentino a far data dai primi mesi del 1999; - (in via subordinata) nella parte in cui la corte d'appello non ha considerato che, nel caso in esame, l'inadempimento della banca, come emerge dalla sentenza di primo grado, non coinvolgeva soltanto la violazione degli obblighi informativi ma anche quello di astensione per inadeguatezza dell'investimento e per conflitto d'interessi, e che, a fronte di tale inadempimento, sul quale si è formato il giudicato, la sussistenza del nesso causale può ritenersi *in re ipsa* dal momento che il danno non si produce se l'intermediario si astiene dal comportamento che gli è vietato e l'operazione, quindi, non ha luogo.

3.2. Con il secondo motivo, il ricorrente, lamentando la violazione o la falsa applicazione dell'art. 336 c.p.c., ha censurato la sentenza impugnata nella parte in cui la corte d'appello ha ritenuto che, in assenza della domanda della parte, *"nulla deve disporsi con riferimento alla restituzione dei titoli, ferma restando la facoltà di autonome richieste in tal senso (alla luce del rigetto della domanda di risoluzione contrattuale)"*, senza, tuttavia, considerare che: - la banca, pur avendo chiesto la condanna dell'appellato alla restituzione della somma corrispostagli in esecuzione della sentenza di primo grado, non gli aveva offerto la retrocessione dei *bond* argentini che lo stesso le aveva restituito al momento dell'incasso della predetta somma o del loro equivalente pecuniario; - l'art. 336 c.p.c. prevede che la riforma della sentenza estenda automaticamente i suoi effetti agli atti dipendenti sicché, una volta che la condanna disposta dal tribunale è stata riformata, la corte d'appello, pur in mancanza di una domanda, avrebbe dovuto prevedere, accanto alla restituzione in favore della banca delle somme



versate da questa in esecuzione della sentenza di primo grado, la retrocessione all'attore dei titoli acquistati così ripristinando la situazione precedente.

3.3. Il primo motivo è fondato, con assorbimento del secondo.

3.4. Se, in effetti, è vero che, in materia di obblighi informativi nei contratti relativi alla prestazione di servizi di investimento, la disciplina dettata dall'art. 23, comma 6, del d.lgs. n. 58/1998, in armonia con la regola generale stabilita dall'art. 1218 c.c., impone all'investitore, il quale lamenta la violazione degli obblighi informativi posti a carico dell'intermediario, nel quadro dei principi che regolano il riparto degli oneri di allegazione e prova, di allegare specificamente l'inadempimento di tali obblighi, mediante la pur sintetica ma circostanziata individuazione delle informazioni che l'intermediario avrebbe omesso di somministrare, nonché di fornire la prova del danno e del nesso di causalità tra inadempimento e danno, nesso che sussiste se, ove adeguatamente informato, l'investitore avrebbe desistito dall'investimento rivelatosi poi pregiudizievole (Cass. n. 10111 del 2018, in motiv.), è anche vero, tuttavia, che al riscontro dell'inadempimento degli obblighi di corretta informazione da parte dell'intermediario (i quali, del resto, non vengono meno neppure nei confronti dell'investitore aduso ad operazioni finanziarie a rischio elevato risultanti dalla sua condotta pregressa: Cass. n. 35789 del 2022) consegue l'accertamento in via presuntiva del nesso di causalità tra tale inadempimento e il danno patito dall'investitore (Cass. n. 23417 del 2016; Cass. n. 12544 del 2017, in motiv.).

3.5. La funzione sistematica assegnata all'obbligo informativo gravante sull'intermediario finanziario, preordinato



al riequilibrio dell'asimmetria del patrimonio conoscitivo-informativo delle parti in favore dell'investitore, al fine di consentirgli una scelta realmente consapevole, comporta, in effetti, una presunzione legale di sussistenza del nesso causale fra inadempimento informativo e pregiudizio, pur suscettibile di prova contraria da parte dell'intermediario, senza, peraltro, che tale prova possa consistere nella dimostrazione di una generica propensione al rischio dell'investitore, desunta anche da scelte intrinsecamente rischiose pregresse, perché anche l'investitore speculativamente orientato e disponibile ad assumersi rischi deve poter valutare la sua scelta speculativa e rischiosa nell'ambito di tutte le opzioni dello stesso genere offerte dal mercato, alla luce dei fattori di rischio che gli sono stati segnalati (Cass. n. 7905 del 2020; Cass. n. 16126 del 2020, la quale, in attuazione di tale principio, ha confermato la sentenza di merito che aveva condannato una banca al risarcimento dei danni subiti da un cliente per l'acquisto di *bond Cirio*, avendo ritenuto determinante per la formazione del consenso di quest'ultimo l'inadempimento ai propri obblighi informativi da parte dell'istituto di credito, che non aveva dedotto l'intervento di fattori causali esterni, autonomamente idonei a determinare l'evento dannoso).

3.6. Nell'intermediazione finanziaria, invero, gli obblighi informativi gravanti sull'intermediario finanziario sono preordinati al fine di favorire scelte realmente consapevoli da parte dell'investitore, sussistendo pertanto una presunzione legale in ordine alla esistenza del nesso causale fra inadempimento informativo e pregiudizio all'investitore, in relazione alla quale l'intermediario può offrire prova contraria: la quale, tuttavia, non può consistere nella dimostrazione di una generica propensione al rischio del cliente, desunta da scelte



pregresse intrinsecamente rischiose, poiché anche l'investitore speculativamente orientato, e disponibile ad assumere rischi elevati, deve poter valutare la sua scelta nell'ambito di tutte le opzioni dello stesso genere offerte dal mercato, alla luce dei fattori di rischio che l'intermediario gli deve segnalare (Cass. n. 33596 del 2021, la quale ha confermato la sentenza impugnata, che aveva ritenuto esistente la menzionata prova contraria, avendo gli investitori acquistato, in un momento successivo e presso un altro intermediario, gli stessi titoli rispetto ai quali avevano lamentato il danno da inadempimento degli obblighi informativi).

3.7. In tema di distribuzione dell'onere della prova nei giudizi relativi a contratti d'intermediazione finanziaria, alla stregua del sistema normativo delineato dagli artt. 21 e 23 del d.lgs. n. 58/1998 (TUF) e dal reg. Consob n. 11522/1998, la mancata prestazione delle informazioni dovute ai clienti da parte della banca intermediaria, se esclude, come affermato dalla sentenza di cassazione con rinvio, che il danno dall'inadempimento degli obblighi informativi possa rivelarsi *in re ipsa*, nondimeno consente l'accertamento in via presuntiva del nesso di causalità (Cass. n. 23417 del 2016, in motiv.), ingenerando, in definitiva, una presunzione di esistenza di un danno a carico del cliente suscettibile di risarcimento, posto che l'inosservanza dei doveri informativi da parte dell'intermediario è, in ogni caso, fattore di disorientamento dell'investitore, che condiziona le sue scelte di investimento (Cass. n. 7288 del 2023) ed è, pertanto, normalmente idonea a cagionare il pregiudizio lamentato dall'investitore, ferma restando possibilità di una prova contraria da parte dell'intermediario circa la sussistenza di sopravvenienze che risultino in sé idonee a deviare il corso



della catena causale derivante dall'asimmetria informativa (Cass. n. 3914 del 2018; conf. Cass. n. 24142 del 2018).

3.8. Nel caso in esame, il giudice di rinvio, invitato da questa Corte ad esaminare la questione (del tutto trascurata dalla sentenza cassata) relativa al nesso causale tra l'inadempimento dell'intermediario accertato dalla sentenza all'epoca appellata e il danno del quale era stato l'investitore aveva chiesto il risarcimento (e senza, peraltro, fornire alcuna indicazione vincolante circa il modo in cui tale questione doveva essere risolta sul piano giuridico), ha ritenuto, pur a fronte della (oramai definitivamente accertata) violazione degli obblighi informativi (evidentemente, esigibili e pertinenti) ad opera della banca intermediaria, di escluderne la sussistenza sull'errato rilievo che, da un lato, *"non poteva addebitarsi all'intermediario di non aver fornito informazione di cui egli all'epoca legittimamente non disponeva"*, laddove la stessa corte d'appello ha incontestatamente ritenuto che si fosse sul punto formato un giudicato interno (*"immutate le valutazioni circa l'inadempimento della Banca ai propri obblighi ... su cui è precluso tornare"*), e, dall'altro lato, *"il ... risparmiatore aveva dato prova di aver dato corso nel medesimo periodo all'acquisto di altri titoli speculativi"*, valorizzando, così, un fatto, e cioè la propensione al rischio dell'investitore desunta dalle sue scelte pregresse, il quale, tuttavia, non può, come detto, integrare la prova contraria alla presunzione di esistenza del nesso causale tra l'accertato *deficit* informativo e la lamentata perdita del capitale investito.

4. Il ricorso dev'essere, quindi, accolto, limitatamente al primo motivo, e la sentenza impugnata, per l'effetto, cassata, in relazione al motivo accolto, con rinvio alla corte d'appello di



Perugia che, in differente composizione, provvederà anche sulle spese del presente giudizio.

P.Q.M.

La Corte così provvede: accoglie il primo motivo di ricorso, assorbito il secondo; cassa, in relazione al motivo accolto, la sentenza impugnata con rinvio alla corte d'appello di Perugia che, in differente composizione, provvederà anche sulle spese del presente giudizio.

Così deciso a Roma, nella Camera di consiglio della Prima Sezione Civile, il 17 maggio 2023.

Il Presidente

Carlo De Chiara

