

14208/22



**REPUBBLICA ITALIANA
IN NOME DEL POPOLO ITALIANO
LA CORTE SUPREMA DI CASSAZIONE
PRIMA SEZIONE CIVILE**

Composta dagli Ill.mi Sigg.ri Magistrati

Oggetto

CARLO DE CHIARA	Presidente
GIULIA IOFRIDA	Consigliere
ANTONIO PIETRO LAMORGESE	Consigliere
MASSIMO FALABELLA	Consigliere - Rel.
PAOLO FRAULINI	Consigliere

Servizi di investimento
mobiliare - Reg. Consob n.
16190/2007 - Informazione
preventiva sui titoli - Obbligo
dell'intermediario - Omissione
- Conseguenze

Ud. 31/01/2022 PU
Cron. 14208
R.G.N. 25559/2016

SENTENZA

sul ricorso 25559/2016 proposto da:

(omissis) , elettivamente
domiciliati in (omissis) , presso lo studio dell'avvocato
(omissis) , che li rappresenta e difende, giuste procure in calce al
ricorso;

-ricorrenti -

contro

(omissis) in persona del legale
rappresentante *pro tempore*, elettivamente domiciliata in (omissis)
(omissis) , presso lo studio dell'avvocato (omissis)
che la rappresenta e difende unitamente all'avvocato (omissis)
(omissis), giusta procura in calce al controricorso;

-controricorrente -

avverso la sentenza n. 1476/2016 della CORTE D'APPELLO di NAPOLI,

340
2022



depositata il 13/04/2016;

udita la relazione della causa svolta nella pubblica udienza del 31/01/2022 dal cons. FALABELLA MASSIMO;

udito il P.M. in persona del Sostituto Procuratore Generale dott. NARDECCHIA GIOVANNI BATTISTA, in sostituzione del dott. Corrado Mistri, che ha concluso per la parziale inammissibilità e rigetto, in subordine rigetto integrale del ricorso;

udito, per i ricorrenti, l'Avvocato (omissis) che ha chiesto l'accoglimento;

udito, per la controricorrente, l'Avvocato (omissis) con delega, che ha chiesto il rigetto.

FATTI DI CAUSA

1. — (omissis) hanno agito giudizialmente innanzi al Tribunale di Napoli deducendo di aver stipulato con (omissis) un contratto per la prestazione di servizi nell'ambito del quale, su consiglio di un impiegato dell'istituto di credito, avevano acquistato, in data 4 giugno 2008, con tre distinti ordini, 50.000 obbligazioni Lehman Brothers al prezzo complessivo di euro 50.195,11 e di aver appreso, solo tre mesi dopo l'operazione, che il gruppo Lehman Brothers era stato dichiarato in stato di insolvenza. Hanno quindi domandato accertarsi la responsabilità precontrattuale, extracontrattuale o contrattuale delle convenute (omissis)

s.p.a., e di dichiarare, all'occorrenza, la risoluzione del contratto di investimento, dei rispettivi ordini di acquisto, ovvero dei relativi contratti di borsa, oltre che la condanna delle due banche al risarcimento del danno, nella misura di euro 50.195,11, salvo altra, il tutto maggiorato di interessi e rivalutazione monetaria; in alternativa



hanno domandato di dichiarare nulli, di annullare o di ritenere inefficaci i contratti di investimento, gli ordini di acquisto, ovvero i relativi contratti di borsa aventi ad oggetto le obbligazioni Lehman Brothers e, per l'effetto, di disporre la restituzione, a carico delle stesse convenute, della somma versata, maggiorata di interessi e rivalutazione.

Nella resistenza di (omissis)

(omissis) il Tribunale di Napoli ha respinto le domande attrici, osservando che le obbligazioni erano state acquistate su ordine dei clienti, in assenza di un servizio di consulenza della banca e con la modalità di mera ricezione e trasmissione degli ordini: fattispecie in presenza della quale, ad avviso del Giudice di prima istanza, trovavano applicazione le disposizioni contenute nel d.lgs. n. 58/1998.

2. — E' stato proposto gravame che la Corte di appello di Napoli, con sentenza del 13 aprile 2016, ha rigettato. Ha osservato, in sintesi, il Giudice distrettuale: che nel contratto quadro concluso dagli appellanti rientrava il servizio di consulenza in materia di investimenti; che in base al reg. Consob n. 16190/2007 gli intermediari finanziari erano tenuti, in presenza dei servizi di consulenza e di gestione di portafoglio, a controllare l'adeguatezza dell'operazione, mentre, laddove prestassero servizi di investimento diversi dalla consulenza, essi dovevano valutare l'appropriatezza della detta operazione; che l'investimento attuato era da qualificarsi come «un'operazione autonomamente richiesta dal cliente»; che ciò risultava dal modulo sottoscritto da (omissis) nel quale si dichiarava che l'ordine era stato impartito su espressa iniziativa della medesima; che tale evenienza era, del resto, coerente con il profilo finanziario dell'investitore, indicando lo stesso un livello di conoscenza e di esperienza elevato, a sua volta congruente con la dichiarata conoscenza delle caratteristiche dei principali prodotti finanziari e con le abitudini di investimento degli interessati, oltre che con gli studi e



con la frequenza di informazioni da loro assunte sui mercati finanziari circa l'andamento degli investimenti; che non era prova ricorresse nella fattispecie una negoziazione della banca per conto proprio, non essendo stata dimostrata la presenza dei titoli nel portafoglio dell'istituto di credito; che gli acquirenti non potevano quindi dolersi della mancata acquisizione di informazioni relative alle specifiche caratteristiche del prodotto finanziario; che, nondimeno, in forza del richiamato contratto di consulenza in essere tra le parti, la banca era tenuta ad avvertire i clienti dell'inadeguatezza dell'operazione; che tuttavia tale onere era da ritenersi assolto; che infatti l'ordine di acquisto sottoscritto dalla citata (omissis) dava conto espressamente della non adeguatezza dell'operazione, in termini sia di frequenza per eccessivo numero di operazioni poste in essere nel corso degli ultimi dodici mesi, sia di non coerenza dell'investimento con il profilo finanziario dell'investitore.

3. — Ricorrono per cassazione avverso detta pronuncia (omissis) (omissis) i motivi di impugnazione sono tre, illustrati da memoria. Resiste con controricorso (omissis) (omissis) Il pubblico ministero ha concluso perché il ricorso sia dichiarato parzialmente inammissibile e parzialmente infondato, o, in subordine, totalmente infondato.

RAGIONI DELLA DECISIONE

1. — Col primo motivo sono denunciate violazione e falsa applicazione dell'art. 21 t.u.f. (d.lgs. n. 58/1998) nel combinato disposto con l'art. 1 dello stesso testo unico e con gli artt. 27, 28, 31, 39, 40, 41 e 42 reg. Consob n. 16190/2007. Lamentano i ricorrenti che la Corte di appello avrebbe confuso l'attività di consulenza, di cui all'art. 1, comma 5 *septies* t.u.f., con l'obbligo informativo che grava sulla banca a norma dell'art. 21 t.u.f.. Si osserva che tale articolo, al primo comma, lett. b), non differenzia le diverse forme di investimento, quali la sollecitazione, la negoziazione per conto proprio



o di terzi, la ricezione e trasmissione di ordini, allorché stabilisce che nella prestazione dei servizi delle attività di investimento i soggetti abilitati operano in modo che i clienti siano sempre adeguatamente informati. In proposito, vengono richiamati gli artt. 27 e 31 reg. Consob n. 16190/2007, secondo cui gli investitori hanno diritto di ricevere avvertenze sui rischi associati all'investimento e informazioni sulla natura e sui rischi dello strumento finanziario; viene osservato non essere stato fornito alcun ragguaglio con riferimento alle obbligazioni Lehman Brothers.

Il secondo mezzo oppone l'omesso esame di un fatto decisivo per il giudizio che è stato oggetto di discussione tra le parti: fatto concernente il tipo di operazione posta in essere dalla banca per conto dei ricorrenti in occasione dell'acquisto delle obbligazioni Lehman Brothers. Viene osservato che la Corte di merito aveva attribuito particolare rilievo al tipo di operazione attuata dall'intermediario, qualificando la stessa come una «ricezione e trasmissione di ordine» autonomamente richiesto da (omissis) e non come «negoiazione per conto proprio». Viene osservato che quest'ultima fattispecie ricorre in presenza di una attività di acquisto e vendita di strumenti finanziari in contropartita diretta, in relazione a ordini dei clienti, oltre che di una attività di *market maker*. Rilevano i ricorrenti che (omissis) operava quale *market maker* delle obbligazioni Lehman Brothers sul sistema multilaterale di negoziazione gestito denominato (omissis). In conseguenza, ad avviso degli istanti, la banca resistente aveva negoziato con (omissis), per conto proprio, le obbligazioni oggetto di causa: onde l'investitrice, «oltre alle informazione sui rischi sulla valutazione di appropriatezza, secondo il sistema criticato, aveva anche diritto a ricevere l'attività di consulenza e la valutazione di adeguatezza dell'investimento».

Col terzo motivo i ricorrenti denunciano per cassazione l'omesso esame circa il fatto decisivo per il giudizio concernente la valutazione



di adeguatezza dell'investimento, oggetto di discussione tra le parti. Si deduce che la sentenza impugnata risulterebbe essere viziata nella parte in cui ha ritenuto che il giudizio di inadeguatezza sia stato assolto dalla banca intermediaria mediante una dicitura prestampata sull'ordine di acquisto. Si assume inoltre che l'esame letterale della clausola lascerebbe comprendere come (omissis) fosse stata avvertita dell'inadeguatezza dell'investimento per la frequenza delle operazioni compiute nel corso dei precedenti dodici mesi, e non per il fatto, accertato dal consulente tecnico, che l'investimento, riferito ad obbligazioni emesse da una banca di affari americana che aveva erogato mutui *subprime*, poiché cartolarizzati, fosse particolarmente rischioso, oltre che speculativo.

2. — Il primo motivo è fondato.

2.1. — Come si legge nella sentenza impugnata, gli odierni ricorrenti avevano lamentato che la banca non avesse fornito prova di averli adeguatamente informati sulla natura, sui rischi e sulle implicazioni dell'investimento; in particolare, l'intermediario avrebbe dovuto considerare tutti gli indicatori che un operatore qualificato non poteva ignorare, e attinenti: alle difficoltà finanziarie di Lehman Brothers nel 2006; all'inadeguatezza del patrimonio della società, alla situazione del mercato statunitense dei mutui; alla chiusura del comparto BTC Mortgage dedicato ai mutui *sub prime*; all'indagine avviata dalla *Securities and Exchange Commission* del 29 marzo 2008 sull'andamento del titolo; al valore dello *spread* dei *credit default swap* (pagg. 7 ss. del provvedimento).

La Corte di appello ha ritenuto, come in precedenza accennato, che gli ordini in forza dei quali furono eseguiti gli acquisti non potessero essere ricondotti alla fattispecie della negoziazione per conto proprio (non essendo stato dimostrato che i titoli fossero nel portafoglio della banca) e che, per tale ragione, gli investitori non avessero motivo di dolersi della mancata somministrazione delle



informazioni relative alle specifiche caratteristiche del prodotto finanziario oggetto dell'attività di intermediazione.

2.2. – L'affermazione risulta errata, dovendosi escludere che in assenza di una negoziazione in contropartita diretta l'intermediario possa astenersi dal fornire informazioni sul titolo.

Con disposizione di carattere generalissimo, l'art. 21 t.u.f. prescrive che la prestazione dei servizi e delle attività di investimento soggetti abilitati devono «*acquisire le informazioni necessarie dai clienti e operare in modo che essi siano sempre adeguatamente informati*» [comma 1, lett. b) dell'articolo].

Il regolamento intermediari n. 16190/2007 specifica, per quanto qui rileva, l'obbligo in questione prevedendo, all'art. 27, che gli intermediari forniscono ai clienti o potenziali clienti, in una forma comprensibile, «*informazioni appropriate affinché essi possano ragionevolmente comprendere la natura del servizio di investimento e del tipo specifico di strumenti finanziari interessati e i rischi ad essi connessi e, di conseguenza, possano prendere le decisioni in materia di investimenti in modo consapevole*». Tali informazioni, che possono essere somministrate in formato standardizzato, si riferiscono all'impresa di investimento e ai relativi servizi, agli strumenti finanziari e alle strategie di investimento proposte e includono gli orientamenti e le avvertenze sui rischi associati agli investimenti relativi a tali strumenti o a determinate strategie di investimento, alle sedi di esecuzione e ai costi e oneri connessi.

Non vi è modo di escludere che le disposizioni della richiamata normativa, primaria e regolamentare, debbano trovare applicazione nel caso di negoziazione per conto del cliente: operazione, questa, che rientra a pieno titolo tra i «*servizi e attività di investimento*», giusta l'art. 1, comma 5, lett. b), t.u.f.: e cioè nel novero di prestazioni prese in considerazione dall'art. 21 t.u.f. e dal libro III del reg. Consob n. 16190/2007, in cui è ricompresa la disciplina dell'attività informativa



di cui sono gravati gli intermediari (parte II, titolo I, recante la rubrica «*Informazioni, comunicazioni pubblicitarie e promozionali e contratti promozionali, e contratti*»: artt. 27 ss.).

La Corte di appello ha osservato che le disposizioni del titolo I, parte II, del nominato regolamento, in cui è contenuto il cit. art. 27, non sarebbero applicabili alla fattispecie, in quanto esse preciserebbero «i requisiti generali delle informazioni relative alla diversa attività promozionale e pubblicitaria dei contratti». Tale rilievo è però da disattendere, non ravvisandosi, nella norma evocata, alcuna delimitazione dell'ambito applicativo nel senso indicato ed orientando, piuttosto, la formulazione di essa a una conclusione di segno opposto: l'art. 27 reca infatti la rubrica «*Requisiti generali delle informazioni*» ed esordisce, al primo comma, facendo generico riferimento a «*[t]utte le informazioni, comprese le comunicazioni pubblicitarie e promozionali, indirizzate dagli intermediari a clienti o potenziali clienti devono essere corrette, chiare e non fuorvianti*», differenziando, poi, nel secondo periodo, quelle che presentino contenuto pubblicitario e promozionale, le quali devono essere «*chiaramente identificabili come tali*».

L'obbligo informativo sussiste, poi, anche se l'intermediario non sia tenuto per contratto a prestare, in favore del cliente, un servizio di consulenza: infatti, ove l'investitore affidi all'intermediario il solo incarico di eseguire degli ordini, ma non anche quello di consulenza in relazione alla scelta dei prodotti finanziari da acquistare, il detto intermediario è comunque tenuto a fornire al primo adeguate informazioni sulle operazioni in sé, oltre che in ordine alla loro adeguatezza rispetto al suo profilo di rischio (Cass. 23 settembre 2016, n. 18702, con riguardo al reg. Consob n. 11522/1998).

2.3. – La sentenza impugnata ha richiamato, per la verità, la prestazione di un servizio di consulenza: ma quanto rilevato dalla Corte di appello non pare concludente.



Il Giudice distrettuale ha formulato, al riguardo, una considerazione che si riassume in ciò: il contratto di intermediazione prevedeva anche un servizio di consulenza e conseguentemente la banca risultava essere tenuta ad avvertire i clienti dell'inadeguatezza dell'operazione; nella fattispecie, la stessa ha adempiuto a tale obbligo: infatti ha sconsigliato l'investimento, reputandolo inadeguato, sia in considerazione dell'eccessivo numero di operazioni poste in essere negli ultimi dodici mesi, sia perché l'investimento non era coerente col profilo finanziario del cliente.

Come è noto, il reg. Consob n. 11522/1998 prevedeva, per l'intermediario, un obbligo di acquisizione di informazioni che non era graduato in ragione dell'operazione posta in essere. Il regolamento n. 16190 del 2007 distingue, invece, l'obbligo informativo a seconda del servizio prestato: per la prestazione dei servizi di consulenza e di gestione individuale di portafogli si richiede che l'intermediario acquisisca precise indicazioni dal cliente quanto alla conoscenza ed esperienza nel settore di investimento rilevante per il tipo di strumento o di servizio, alla situazione finanziaria e agli obiettivi di investimento (art. 39): sulla base di tale quadro informativo l'intermediario stesso è poi tenuto a formulare il giudizio di adeguatezza dell'operazione, apprezzandone la congruenza rispetto al profilo del cliente; egli deve cioè accertarsi che la nominata operazione corrisponda agli obiettivi di investimento del cliente, sia di natura tale che il cliente risulti finanziariamente in grado di sopportare qualsiasi rischio connesso all'investimento compatibilmente con i suoi obiettivi di investimento e sia di natura tale per cui il cliente possieda la necessaria esperienza e conoscenza per comprendere i rischi inerenti all'operazione o alla gestione del suo portafoglio (art. 40). Nella prestazione degli altri servizi – salvi i servizi di esecuzione di ordini per conto dei clienti o di ricezione e trasmissione di ordini in ipotesi particolari (art. 43) – l'intermediario è tenuto invece a

A vertical handwritten signature or mark, possibly a stylized 'S' or 'L', located on the right side of the page.



formulare un più sommario giudizio di appropriatezza, che è basato sul livello di esperienza e conoscenza necessario per comprendere i rischi che lo strumento o il servizio di investimento offerto o richiesto comporta (art. 42, comma 1).

La Corte di appello non si è occupata dell'appropriatezza dell'investimento consistente nell'acquisto delle obbligazioni Lehman Brothers, ma ha formulato, piuttosto, un giudizio di adeguatezza: ha espresso quindi una valutazione che, per sua natura, non può che inerire al servizio di consulenza. Il punto, per la verità, non è del tutto chiaro: infatti, a norma dell'art. 1, comma 5 *septies*, t.u.f., la consulenza in materia di investimenti consiste in raccomandazioni personalizzate al cliente, dietro sua richiesta o per iniziativa del prestatore del servizio, riguardo a una o più operazioni relative a strumenti finanziari; nella fattispecie, invece, la Corte di appello fa questione di una «operazione autonomamente richiesta dal cliente» (sentenza, pag. 13).

In ogni caso, la segnalazione di non adeguatezza, come quella di non appropriatezza, non è in sé idonea ad esonerare la banca dall'obbligo di sottoporre al cliente il corredo informativo che deve essere associato all'operazione o al servizio di investimento. In particolare, la somministrazione dei pertinenti elementi conoscitivi circa la natura e i rischi di una specifica operazione (nel caso in esame consistente nell'acquisto del titolo Lehman Brothers) assume un rilievo autonomo, in vista di razionali scelte di investimento o disinvestimento, e non è esclusa dalla rappresentazione della non adeguatezza o non appropriatezza di quell'operazione (nel quadro del giudizio che l'intermediario è tenuto a formulare a seconda che l'attività da compiersi consista, o meno, nel raccomandare i servizi di investimento e gli strumenti finanziari adatti al cliente o potenziale cliente, nella prestazione dei servizi di consulenza in materia di investimenti o di gestione di portafoglio). Da tale autonomia discende

A vertical handwritten signature or mark on the right margin of the page.



il principio, già affermato da questa Corte, secondo cui l'intermediario è tenuto a fornire al cliente una dettagliata informazione preventiva circa i titoli mobiliari e, segnatamente, circa la natura di essi e i caratteri propri dell'emittente, restando irrilevante, a tal fine, ogni valutazione di adeguatezza – o, può qui aggiungersi, di appropriatezza – dell'investimento (cfr. Cass. 18 giugno 2018, n. 15936, che infatti sottolinea come l'assenza di una tale attività esplicativa integri una specifica e distinta ragione di inadempimento dell'intermediario).

2.4. – L'esistenza dell'inadempimento, quanto all'informativa sullo strumento finanziario, non può escludersi nemmeno in presenza di una segnalazione di non adeguatezza o di non appropriatezza.

La giurisprudenza di legittimità si è già espressa nel senso che l'assolvimento degli obblighi informativi non possa essere desunta in via esclusiva dalla sottoscrizione dell'avvenuto avvertimento dell'inadeguatezza dell'operazione in forma scritta, essendo invece necessario che l'intermediario, a fronte della sola allegazione contraria dell'investitore sull'assolvimento degli obblighi informativi, fornisca la prova positiva, con ogni mezzo, del comportamento diligente della banca: prova che può essere integrata dal profilo soggettivo del cliente o da altri convergenti elementi probatori, ma non può essere desunta soltanto da essi (cfr. Cass. 3 agosto 2017, n. 19417, resa in fattispecie ricadente nella vigenza del reg. Consob n. 11522/1998).

E' da osservare, sul punto, che la disciplina sull'obbligo informativo quanto allo strumento finanziario è finalizzata a consentire scelte di investimento consapevoli, in modo che gli investitori possano ragionevolmente comprendere la natura del servizio di investimento e del tipo specifico di strumenti finanziari interessati e i rischi ad essi connessi (art. 27, comma 2, reg. Consob n. 16190/2007); nel medesimo senso è orientata, del resto, la regola, dettata in materia di consulenza, dall'art. 18, comma 2, reg. Consob n. 17130/2010 (non



applicabile *ratione temporis* ai fatti di causa), secondo cui, prima di fornire una raccomandazione riguardo ad una o più operazioni relative a un determinato strumento finanziario, i consulenti finanziari debbono illustrare al cliente le caratteristiche di esso strumento, oltre che i rischi propri del medesimo e delle strategie di investimento consigliate che ad esso si correlano: detti ragguagli devono consentire al cliente di adottare decisioni di investimento informate.

L'informativa riguardo allo strumento finanziario ha, così, una sua precisa autonomia e deve mantenersi distinta dalle valutazioni che l'intermediario è tenuto a compiere in punto di appropriatezza e adeguatezza: la prima deve porre l'investitore nelle condizioni di apprezzare i rischi che l'operazione presenta in sé, avendo riguardo, tra l'altro, e per quanto qui rileva, alle caratteristiche dello strumento finanziario da negoziare; le seconde si basano sulla relazione tra la tipologia dell'investimento e il flusso informativo proveniente dal cliente (al livello di esperienza e di conoscenza dello stesso, per l'appropriatezza; al grado di esperienza e conoscenza e, in più, agli obiettivi di investimento e alla capacità finanziaria, per l'adeguatezza).

Ben si intende, allora, come la segnalazione dell'intermediario, il quale sconsigli l'operazione per aspetti concernenti la generica non congruità dell'operazione rispetto al profilo del cliente, senza dar conto delle specifiche caratteristiche dello strumento finanziario e della sua intrinseca rischiosità — elementi, questi ultimi, indispensabili per consentire una consapevole scelta di investimento — non escluda affatto l'inadempimento del detto soggetto.

3. — Il secondo e il terzo motivo restano assorbiti.

4. — In accoglimento del primo motivo la sentenza impugnata va dunque cassata. La causa è rinviata alla Corte di appello di Napoli che, in diversa composizione, statuirà pure sulle spese del giudizio di legittimità.

P.Q.M.

A handwritten signature in black ink, consisting of a vertical line with a loop at the top and a small hook at the bottom.



La Corte

accoglie il primo motivo e dichiara assorbiti gli altri; cassa la sentenza impugnata e rinvia la causa alla Corte di appello di Napoli, in diversa composizione, anche per le spese del giudizio di legittimità.

Così deciso in Roma, nella camera di consiglio della 1^a Sezione Civile, in data 31 gennaio 2022.

Il Consigliere estensore

Il Presidente

DEPOSITATO IN CANCELLERIA



oggi 5. MAG. 2022
IL CANCELLIERE ESPERTO
Vincenzo Pio Massimiliano Giannarresi

IL CANCELLIERE ESPERTO
Vincenzo Pio Massimiliano Giannarresi