



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

Composta dagli Ill.mi Sigg.ri Magistrati:

CARLO DE CHIARA	Presidente
MAURO DI MARZIO	Consigliere
LOREDANA NAZZICONE	Consigliere
MASSIMO FALABELLA	Consigliere-Rel.
DANIELA VALENTINO	Consigliere

Oggetto:

Intermediazione finanziaria - Obblighi informativi - Inottemperanza - Conseguenze - Nesso causale fra inadempimento informativo e pregiudizio
---

CC 05/05/2023

ha pronunciato la seguente

**ORDINANZA**

sul ricorso iscritto al n. 828 R.G. anno 2019 proposto da:

(omissis) (omissis) rappresentato e difeso dall'avvocato (omissis)  
, domiciliato presso la prima;  
**ricorrente**

**contro**

(omissis) **di** (omissis) (omissis) **s.p.a.**, rappresentata e difesa  
dall'avvocato (omissis)  
;

**controricorrente**

avverso la sentenza n. 2229/2018 depositata il 19 ottobre 2018 della  
Corte di appello di (omissis)

Udita la relazione svolta nella camera di consiglio del 5 maggio 2023





dal consigliere relatore Massimo Falabella.

### FATTI DI CAUSA

1. — Il Tribunale di Macerata ha accolto la domanda proposta da (omissis) (omissis) nei confronti di (omissis) s.p.a. e, dichiarata la nullità di due operazioni di acquisto di *bond* argentini concluse rispettivamente l'11 dicembre 1996 e il 24 febbraio 1998, ha condannato la convenuta al pagamento della somma di euro 27.007,59 oltre interessi.

2. — In sede di gravame la Corte di appello di Ancona ha riformato la sentenza di primo grado e respinto la domanda attrice. Il Giudice distrettuale ha escluso che nella fattispecie ricorresse una nullità contrattuale e, pur riconoscendo che a fronte della violazione degli obblighi informativi si delinea una responsabilità risarcitoria dell'intermediario, ha ritenuto che una conoscenza, da parte dell'appellato, del rischio associato ai prodotti finanziari oggetto di causa, definito «moderato o poco alto», non avrebbe dissuasato lo stesso dall'acquisto.

3. — Ricorre per cassazione, con cinque motivi, (omissis) Resiste con controricorso U (omissis) E (omissis) (omissis) .p.a., la quale ha incorporato (omissis) (omissis) di (omissis) Sono state depositate memorie.

### RAGIONI DELLA DECISIONE

1. — Il primo motivo denuncia, in sintesi: omessa motivazione, motivazione apparente, illogica e incomprensibile per contrasto irriducibile tra affermazioni inconciliabili e insufficiente su di un punto decisivo della controversia, oggetto di allegazione e discussione tra le parti; violazione degli artt. 17 d.lgs. n. 415/1996 (denominato in rubrica «decr. Eusorim»), 21 e 23 t.u.f. (d.lgs. n. 58/1998), 26, 27, 28, 29, 30 e 96 reg. Consob n. 11522/1998, nonché degli artt. 1175, 1176 e 1337 c.c.. Si lamenta che la Corte di appello, dopo aver correttamente evidenziato l'inadempimento della (omissis) agli obblighi informativi, abbia ritenuto irrilevante e privo di conseguenze tale inadempimento,





«omettendo adeguata motivazione in merito». Si deduce che, in ogni caso, il Giudice distrettuale non poteva reputare privo di rilievo l'inadempimento occorso e fondare la propria decisione sull'accoglimento della censura sollevata dalla (omissis) in punto di nesso di causalità: si osserva che la Corte di merito avrebbe dovuto considerare che il nesso di causa tra il comportamento e il danno subito è *in re ipsa* in ipotesi di operazioni in conflitto di interessi o inadeguate: il legislatore – si deduce – ha stabilito che può essere data attuazione all'ordine di investimento solo in presenza di determinate condizioni, non ricorrendo le quali l'intermediario ha l'obbligo di astenersi.

Col secondo motivo si lamenta violazione degli artt. 17 d.lgs. n. 415/1996, 21 e 23 t.u.f., 26, 27, 28, 29, 30 e 96 reg. Consob n. 11522/1998, nonché degli artt. 1175, 1176 e 1337 c.c. per travisamento del documento denominato «audizione del Presidente della Consob avanti alla Commissione finanze del 27.4.2004»; si prospetta il vizio consistente nell'omessa, apparente e illogica motivazione rispetto alla predetta «audizione» e nell'errato apprezzamento del rischio insito nel titolo argentino e nell'emittente. La censura investe la sentenza impugnata nella parte in cui è ivi affermato che le informazioni da fornire a (omissis) non potevano essere diverse da quelle rese dal Presidente della Consob in occasione della richiamata audizione: questi aveva riferito che fino ai primi mesi del 2001 le principali agenzie di *rating* avevano associato alla Repubblica Argentina un rischio moderato o poco alto, onde «la comunicazione di quel rischio moderato o poco alto [...] non avrebbe dissuasato lo (omissis) dall'acquisto dei *bond* in contestazione». Ci si duole della «lettura parziale e traviata del documento» sopra indicato.

Col terzo mezzo si oppone l'omessa motivazione in ordine all'apprezzamento della propensione al rischio dell'investitore e del gradimento del titolo compravenduto, oltre che l'illogicità della rilevanza di una profilatura del cliente successiva agli investimenti per cui è





causa. Lamenta l'istante che la Corte di appello abbia basato la decisione su di un'alta propensione al rischio, siccome desunta da una profilatura successiva di anni alle operazioni finanziarie di cui si è dibattuto in giudizio.

Il quarto motivo prospetta il vizio di motivazione per omesso esame di richieste istruttorie e la violazione dell'art. 112 c.p.c.. Si censura la sentenza impugnata per il mancato esame delle istanze di prova formulate, le quali erano dirette all'acquisizione di evidenze da considerarsi determinanti ai fini dell'indagine sulla propensione al rischio e alla profilatura dell'investitore.

Col quinto motivo si denuncia il silenzio della sentenza sul tema delle cedole, sotto i distinti riguardi dell'art. 360, n. 5 (quale omesso esame di fatto decisivo) e dell'art. 360, n. 4 c.p.c. (avendo riguardo al vizio di cui all'art. 112 c.p.c.). Si deduce che la Corte di merito, dopo essersi riservata di affrontare la questione – leggendosi nella sentenza: «per le doglianze concernenti l'ammontare delle cedole acquisite dall'investitore si rimanda al prosieguo della trattazione» – se ne sarebbe poi disinteressata. Il tema viene valorizzato sul presupposto che le cedole costituiscano oggetto di una prestazione restitutoria, non trovando quindi applicazione, per esse, il principio della *compensatio lucri cum damno*.

2. – La controricorrente ha eccepito l'inammissibilità dell'impugnazione, avendo la controparte omesso di appellare la sentenza di primo grado con riguardo ai capi ad essa sfavorevoli.

La deduzione non appare concludente, in quanto il ricorso per cassazione contiene censure che hanno ad oggetto affermazioni contenute nella sentenza della Corte di appello: affermazioni che sorreggono una pronuncia di rigetto delle domande attrici e che (omissis) in quanto soccombente, era pienamente legittimato a impugnare. Non è del resto comprensibile il richiamo, operato dalla (omissis) all'arresto di Cass. Sez. U. 12 maggio 2017, n. 11799, secondo cui qualora





un'eccezione di merito sia stata respinta in primo grado, in modo espresso o attraverso un'enunciazione indiretta che ne sottenda, chiaramente ed inequivocamente, la valutazione di infondatezza, la devoluzione al giudice d'appello della sua cognizione, da parte del convenuto rimasto vittorioso quanto all'esito finale della lite, esige la proposizione del gravame incidentale, non essendone, altrimenti, possibile il rilievo officioso ex art. 345, comma 2, c.p.c. (per il giudicato interno formatosi ai sensi dell'art. 329, comma 2, c.p.c.), né sufficiente la mera riproposizione, utilizzabile, invece, e da effettuarsi in modo espresso, ove quella eccezione non sia stata oggetto di alcun esame, diretto o indiretto, ad opera del giudice di prime cure. Va ribadito che il ricorso per cassazione si dirige contro il contenuto della decisione della sentenza di appello. Rispetto a tale dato non si capisce quale incidenza assuma il regime attraverso cui si attui il transito di non meglio precisate eccezioni sollevate (non si sa se dall'odierno ricorrente o dall'odierna controricorrente) avanti al Giudice di primo grado.

3. — Il primo motivo è fondato nei termini che seguono.

La Corte di appello ha in sintesi riconosciuto l'inadempimento della <sup>(omissis)</sup> agli obblighi informativi, per poi rilevare che a fronte di una rappresentazione del rischio «moderato o poco alto» associato ai titoli poi oggetto di negoziazione, <sup>(omissis)</sup> <sup>(omissis)</sup> non sarebbe stato dissuaso dall'acquisto dei medesimi: e ciò in quanto dalla profilatura del cliente del 24 dicembre 2000 (di parecchio tempo successiva agli investimenti contestati, risalenti all'11 dicembre 1996 e al 24 febbraio 1998) risultava che il ricorrente aveva «una esperienza in materia di investimenti media, l'obiettivo della redditività e rivalutabilità con alto rischio e una propensione al rischio alta».

Le linee dell'evoluzione della giurisprudenza di questa Corte in materia di risarcimento del danno per l'inadempimento dell'obbligo informativo sono state connotate, negli ultimi anni, da una prolungata riflessione circa la possibilità di stabilire una vera e propria presunzione





quanto alla derivazione del pregiudizio patrimoniale subito dall'investitore dal detto inadempimento. Il punto di approdo di questo percorso è marcato da Cass. 17 aprile 2020, n. 7905 (cui hanno fatto seguito Cass. 28 luglio 2020, n. 16126 e Cass. 11 novembre 2021, n. 33596). Muovendo dal rilievo per cui nei contratti relativi alla prestazione di servizi di investimento l'intermediario finanziario ha l'obbligo di fornire all'investitore un'informazione adeguata in concreto, tale cioè da soddisfare le specifiche esigenze del singolo rapporto, la Corte ha osservato che al riscontro dell'inadempimento degli obblighi di corretta informazione consegue l'accertamento in via presuntiva del nesso di causalità tra il detto inadempimento e il danno patito dall'investitore: presunzione che spetta all'intermediario superare, dimostrando che il pregiudizio si sarebbe comunque concretizzato quand'anche l'investitore avesse ricevuto le informazioni omesse. La presunzione di sussistenza del nesso causale così delineata, pur suscettibile di prova contraria, scaturisce dalla funzione assegnata dal sistema normativo all'obbligo informativo gravante sull'intermediario, che è preordinato al riequilibrio dell'asimmetria strutturale del patrimonio conoscitivo-informativo delle parti in favore dell'investitore, al fine di consentirgli una scelta di investimento realmente consapevole. Si tratta di una conclusione basata sul rilievo per cui la previsione di una presunzione legale può derivare, in modo implicito ma inequivocabile, da una disposizione normativa, ma anche da un complesso sistematico di disposizioni di legge, che la implicino in modo logicamente e giuridicamente necessario.

L'assunzione di questa presunzione del nesso di causalità si pone in linea di continuità con la giurisprudenza di questa Corte che ha evidenziato, da tempo, a partire da Cass. 29 dicembre 2011, n. 29864, cit., il principio (ribadito, più di recente da Cass. 27 aprile 2018, n. 10286, cit. e da Cass. 14 novembre 2018, n. 29353, cit.) secondo cui 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»*: danno che può essere poi liquidato in misura pari alla differenza tra il valore dei titoli al momento dell'acquisto e quello degli stessi al momento della domanda risarcitoria.

Quanto alla prova contraria, di cui è gravato l'intermediario, si è precisato che essa non 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. 28 luglio 2020, n. 16126, cit.; Cass. 17 aprile 2020, n. 7905, cit.; Cass. 11 novembre 2021, n. 33596, cit.). In altri termini, il fatto che l'investitore propenda per investimenti rischiosi non esclude *«che egli selezioni tra gli investimenti rischiosi quelli a suo giudizio aventi maggiori probabilità di successo, grazie appunto alle informazioni che l'intermediario è tenuto a fornirgli, o altrimenti reperite»* (Cass. 4 aprile 2018, n. 8333).

Ben si intende, allora, come una valorizzazione del nesso di causa fondata – come nella specie – sul dato della propensione al rischio dell'investitore (oltretutto impropriamente desunta da dichiarazioni dallo stesso rese anni dopo il perfezionarsi delle operazioni finanziarie in contestazione) non valga a superare l'indicata presunzione.

4. – L'accoglimento, per quanto di ragione, del primo motivo di ricorso determina l'assorbimento degli altri.

5. – La sentenza è cassata, con rinvio della causa alla Corte di appello di (omissis) che, in diversa composizione, statuirà pure sulle spese del giudizio di legittimità.





**P.Q.M.**

La Corte  
accoglie il primo motivo di ricorso e dichiara assorbiti i restanti;  
cassa la sentenza impugnata e rinvia la causa alla Corte di appello di  
(omissis) in diversa composizione, anche per le spese del giudizio di  
legittimità.

Così deciso in Roma, nella camera di consiglio della 1<sup>a</sup> Sezione  
Civile, in data 5 maggio 2023.

**Il Presidente**

*Carlo De Chiara*

