



17292.16

REPUBBLICA ITALIANA

Oggetto

IN NOME DEL POPOLO ITALIANO

LA CORTE SUPREMA DI CASSAZIONE

PRIMA SEZIONE CIVILE

Composta dagli Ill.mi Sigg.ri Magistrati:

Dott. MARIA CRISTINA GIANCOLA - Presidente -

Dott. ROSA MARIA DI VIRGILIO - Consigliere -

Dott. FRANCESCO ANTONIO GENOVESE - Rel. Consigliere -

Dott. GIACINTO BISOGNI - Consigliere -

Dott. LOREDANA NAZZICONE - Consigliere -

Strumenti finanziari. Collocamento presso gli operatoti qualificati o istituzionali. Successiva vendita alla clientela retail. Nel cd. mercato grigio. Legittimità.

R.G.N. 26558/2011

ha pronunciato la seguente

Cron. 17292

**SENTENZA**

Rep. C.I.

sul ricorso 26558-2011 proposto da:

Ud. 08/07/2016

, elettivamente domiciliati in ROMA, VIA DELLA GIULIANA 32, presso l'avvocato GIUSEPPE FISCHIONI, che li rappresenta e difende unitamente all'avvocato LUIGI FERRAJOLI, giusta procura a margine del ricorso;

2016

- ricorrenti -

1368

**contro**

DEUTSCHE BANK S.P.A., in persona del legale rappresentante pro tempore, elettivamente domiciliata

in ROMA, VIA VITTORIO VENETO 7, presso l'avvocato DOMENICO MARTINO, rappresentata e difesa dall'avvocato MAURIZIO ORLANDO, giusta procura a margine del controricorso;

- **controricorrente** -

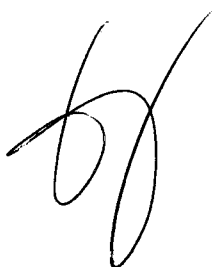
avverso la sentenza n. 2358/2011 della CORTE D'APPELLO di MILANO, depositata il 19/08/2011;

udita la relazione della causa svolta nella pubblica udienza del 08/07/2016 dal Consigliere Dott. FRANCESCO ANTONIO GENOVESE;

udito, per i ricorrenti, l'Avvocato G. FISCHIONI che ha chiesto l'accoglimento del ricorso;

udito, per la controricorrente, l'avvocato D. MARTINO, con delega orale, che ha chiesto il rigetto del ricorso;


udito il P.M., in persona del Sostituto Procuratore Generale Dott. LUISA DE RENZIS che ha concluso per il rigetto del ricorso.

A handwritten signature in black ink, consisting of several loops and a long horizontal stroke, located below the main text.

## SVOLGIMENTO DEL PROCESSO

1. La Corte d'appello di Milano ha respinto l'impugnazione proposta dai signori **Fulvio** e **Iolanda** contro il loro intermediario finanziario, la **Deutsche Bank SpA** per l'attività da questa svolta con loro stessi, nei riguardi della sentenza del Tribunale di Lecco che, a sua volta, aveva respinto le domande di: a) nullità dei contratti di acquisto delle obbligazioni *Cirio SpA 8%* e *Cirio Holding Luxembourg 6,25%*, stipulate tra le dette parti il 13 dicembre 2000 e il 6 febbraio 2001; b) risoluzione dei medesimi contratti per il grave inadempimento della Banca; con la conseguente restituzione del valore dei titoli, oltre accessori.

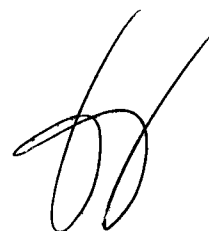
1.1. Secondo il Tribunale, infatti, la vendita dei titoli Cirio da parte della Banca costituirebbe esercizio di una attività di negoziazione su base individuale, consentita dalla legge che non vieterebbe, ai cd. *investitori istituzionali*, di rivendere tali titoli, dopo averli acquistati in regime di esenzione della disciplina in materia di sollecitazione (e, quindi, in assenza di prospetto informativo), alla cd. *clientela retail*. Escluso il ricorso alla ipotizzata nullità dei contratti, anche nell'ipotesi di violazione degli obblighi nascenti dalle disposizioni invocate, il giudice ha escluso anche la risoluzione per inadempimento trattandosi della violazione



di obbligazioni preesistenti all'accordo e, anche quella del contratto quadro, per l'eccessività delle conseguenze nascenti in capo allo stesso investitore, in quanto travolgente anche le operazioni non oggetto di contestazione. In ogni caso andava esclusa l'inosservanza degli obblighi informativi e l'inadeguatezza delle operazioni rispetto al profilo degli investitori.

2. La Corte territoriale, investita dell'appello degli investitori, a sua volta, nel convergere con le valutazioni del primo giudice, ha respinto il gravame.

3. Il giudice di appello, ha anzitutto disatteso la richiesta di riesame del giudizio avente ad oggetto l'ipotizzata nullità del contratto di compravendita dei titoli per la mancanza di un requisito essenziale (l'oggetto), in considerazione del fatto che l'ordine di acquisto da parte della cd. clientela *retail* era stato impartito prima della data di emissione dei titoli (cd. fase di *grey market*), e ciò sulla base della considerazione in diritto dell'ammissibilità di una vendita di cosa futura, e per il fatto che non poteva parlarsi di indeterminatezza dell'oggetto le cui indicazioni (natura, periodo di scadenza, tasso di rendimento, gruppo societario emittente, codice identificativo) sarebbero state ricavabili dall'ordine di acquisto.



**3.1.** In secondo luogo, non sarebbe stata fondata neppure la domanda di nullità delle operazioni economiche (senza specificazione se del contratto quadro o di quelli attuativi) ovvero di risoluzione della compravendita, per l'inadempimento degli obblighi informativi (sia, quelli cd. *passivi*, sia quelli cd. *attivi*), in quanto, in disparte l'inconfigurabilità di un vizio radicale del contratto per la violazione di norme riguardanti il comportamento dell'intermediario, fonte solo di responsabilità, la domanda di risoluzione contrattuale (e di risarcimento danni) appariva non fondata avendo gli investitori rifiutato di fornire all'intermediario le informazioni richieste sulla loro situazione finanziaria e segnatamente quella sui loro obiettivi di investimento e sulla loro propensione al rischio.

**3.2.** La scelta degli investitori (di violazione dell'obbligo informativo passivo) avrebbe esonerato la Banca dall'onere di raccogliere le informazioni negate e di fare riferimento solo a quelle in suo possesso, come emergenti dal portafoglio dei titoli custoditi presso l'istituto di credito.

**3.3.** La Banca, a sua volta, avrebbe fornito le specifiche informazioni in suo possesso, attraverso la sua operatrice in materia di titoli, rappresentando l'assenza di informazioni circa l'insolvenza del gruppo Cirio (essendosi

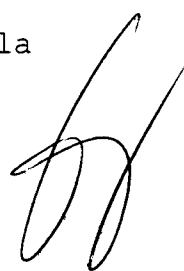
rivelato il *default* solo nel dicembre 2002), e quindi la natura non fortemente rischiosa dell'operazione economica, come confermato anche dagli accrediti relativi al pagamento delle cedole avvenute nel dicembre 2001 e del febbraio 2002.

**3.4.** Infine, con riguardo alla presunta inadeguatezza dell'investimento, ai sensi dell'art. 29 del regolamento Consob n. 11522 del 1998, la Corte territoriale ha osservato che gli appellanti non avevano specificato alcun profilo, specie in relazione alla loro propensione a investire in strumenti con elevati rendimenti e proporzionale rischio, a scapito della sicurezza, quali gli investimenti azionari da loro già praticati e quelli nei *bond* della repubblica Argentina al 9% (poi, tempestivamente smobilizzati) e in titoli di stato turchi.

**4.** Avverso tale decisione i signori **Fulvio** e **Iolanda** hanno proposto ricorso per cassazione, affidato a tre motivi di censura, contro cui resiste la Banca, con controricorso e memoria illustrativa.

#### **MOTIVI DELLA DECISIONE**

**1.** Con il primo motivo del ricorso [violazione dell'art. 1325 c.c. e dell'art. 1418, comma 2, c.c. nonché falsa applicazione dell'art. 1472 c.c. (art. 360 n. 3 c.p.c.)] i ricorrenti lamentano che la Corte territoriale abbia



disatteso la propria domanda ~~di~~ nullità del contratto di acquisto delle obbligazioni Cirio in quanto concluso in data anteriore all'emissione dei titoli e quindi mancante dell'oggetto, o con oggetto indeterminato perché non ricavabile dagli ordini di acquisto, a investitori non istituzionali, poiché sarebbe «fatto divieto all'intermediario finanziario di vendere, in contropartita diretta, obbligazioni emesse a investitori non istituzionali».

2. Con il secondo mezzo [violazione e falsa applicazione dell'art. 21, lett. b), TUF e 26, 27, 28 e 29 Regolamento Consob n. 11522 del 1998 (art. 360 n. 3 c.p.c.)] i ricorrenti lamentano che la Corte territoriale abbia disatteso la propria domanda ~~di~~ nullità del contratto di acquisto delle obbligazioni Cirio in quanto concluso in violazione: a) dell'art. 21 TUF e 26, 28 e 29 Regolamento Consob n. 11522 del 1998; b) dell'art. 26 TUF e 29 Regolamento Consob n. 11522 del 1998.

2.1. Con riferimento al primo gruppo di disposizioni, per la violazione degli obblighi informativi prescritti con riferimento alla fase prodromica del compimento dell'operazione, con particolare riguardo alla natura ed alle caratteristiche delle obbligazioni compravendute, alle modalità di emissione, al rating ufficiale, e di quanto



altro previsto dalla *offering circular* mai consegnata agli investitori ricorrenti.

**2.2.** Con riferimento al secondo gruppo di disposizioni, per la violazione degli obblighi informativi prescritti con riguardo alla propensione al rischio degli investitori anche quando - come nella specie - gli stessi si siano rifiutati di fornire le informazioni loro richieste, con riferimento alla adeguatezza del prodotto finanziario oggetto di negoziazione.

**2.2.1.** A tale ultimo proposito, i ricorrenti affermano l'erroneità del ragionamento svolto dalla Corte territoriale (e prima ancora dai giudici di primo grado) in ordine alla loro pretesa esperienza negli investimenti rischiosi, tali non essendo né i fondi comuni d'investimento né le limitate somme dirette agli acquisti azionari o ai titoli del debito sovrano di alcuni paesi esteri (Argentina e Turchia).

**3.** Con il terzo motivo [insufficienza e contraddittorietà della motivazione in ordine alla risoluzione dei contratti di compravendita dei titoli (art. 360 n. 5 c.p.c.)] i ricorrenti lamentano che la Corte territoriale abbia contraddittoriamente escluso la nullità o la risoluzione dei contratti di acquisto delle obbligazioni Cirio in conseguenza della violazione degli obblighi nascenti





dall'art. 21 TUF e 26, 28 e 29 Regolamento Consob n. 11522 del 1998.

\*

4. Va premesso che la sentenza di appello, impugnata in questa sede, ha confermato quella di prime cure che, respingendo le domande proposte dagli investitori (di nullità del contratto e di risoluzione dello stesso per inadempimento), aveva ribadito, pressoché con le stesse ragioni, la reiezione delle domande.

5. Con il primo mezzo del ricorso [deduzione di nullità del contratto di acquisto delle obbligazioni Cirio per difetto o indeterminatezza dell'oggetto e divieto di trattamento di titoli prima del loro collocamento e a investitori non istituzionali], i risparmiatori lamentano il presunto *error iuris* in ordine alla natura dell'operazione economica conclusa tra le parti: l'acquisto da parte di due risparmiatori, appartenenti alla cd. clientela *retail*, attraverso singoli atti di negoziazione, dei *bond* (nella specie: Cirio) collocati - per espressa previsione regolamentare - presso gli investitori istituzionali e da questi rivenduti - nel periodo del cd. *mercato grigio*, ossia prima della data di emissione del titolo - a singoli appartenenti alla propria clientela.



5.1. Il mezzo appare infondato poiché le ragioni svolte dai giudici di merito (compreso quello di primo grado, il cui ragionamento è stato riportato, integralmente, nella sentenza della Corte territoriale) non risultano essere state efficacemente contrastate dai ricorrenti.

5.2. Infatti, la deduzione di nullità del contratto per difetto dell'oggetto è stato confutato, con ragionamento pienamente condivisibile, mercé la qualificazione del negozio come una vendita lecita e legittima di cose future.

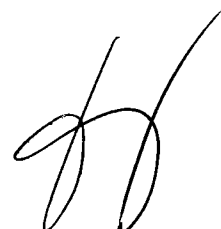
5.3. La deduzione di nullità della vendita, con oggetto indeterminato (per la mancata sufficiente specificazione dell'oggetto della compravendita a due investitori rientranti in una clientela *retail*), risulta inammissibile perché, in disparte l'argomento svolto dai giudici della fase di merito secondo cui tale vizio non potrebbe discendere dalla violazione di obblighi informativi nella fase anteriore alla stipula contrattuale, la Corte territoriale ha ribadito la liceità dell'acquisto nella fase del *mercato grigio* ritenendo, con tipico accertamento di fatto incensurabile in questa sede, sufficienti gli elementi risultanti dall'ordine di acquisto.

5.3.1. Del resto, avendo i giudici di merito affermato la legittimità delle vendite, alla clientela *retail*, di obbligazioni da parte degli intermediari che li avevano acquistate in sede di collocamento dei titoli ai soli

operatori istituzionali, non proibendolo alcuna disposizione di legge, nessuna censura è stata svolta a tale ragionamento.

**5.3.2.** In tali, casi, infatti non si può pervenire alla conclusione, che non è affatto accoglibile, di nullità della vendita di strumenti finanziari di ogni sorta solo perché non è stato eseguito il loro collocamento direttamente presso il pubblico dei risparmiatori, con la conseguente procedura di sollecitazione all'investimento ai sensi dell'art. 1, lett. t), del TUF di cui al D. Lgs. n. 58 del 1998 ( cd. *«offerta al pubblico di prodotti finanziari»*), consentendolo espressamente l'art. 100-bis del predetto TUF, che riguarda proprio la successiva rivendita di prodotti finanziari che hanno costituito oggetto di collocamento ai sensi del richiamato art. 1 lett. t).

**5.3.3.** Il collocamento di tali strumenti finanziari presso gli operatori qualificati comporta, ovviamente, il radicarsi di obblighi informativi specifici da parte di costoro nei confronti della propria clientela, ma non certo la illegittimità di tale collocamento successivo, sia pure svolto nella fase del cd. *mercato grigio*, ossia prima ancora che il titolo sia stato emesso, venendo in rilievo i principi della vendita di cosa futura.



5.3.4. Del resto questa Corte (Sez. 1, Sentenza n. 8733 del 2016) ha già avuto modo di chiarire che «quando la diffusione di strumenti finanziari presso il pubblico avvenga mediante la prestazione di "servizi di investimento" (art. 1, comma 5, t.u.f.), cioè attività di negoziazione, ricezione e trasmissione di ordini, a condizioni diverse a seconda dell'acquirente e del momento in cui l'operazione è eseguita, la tutela del cliente è affidata all'adempimento, da parte dell'intermediario, di obblighi informativi specifici e personalizzati, ai sensi degli artt. 21 del d.lgs. n. 58 del 1998 e 26 ss. del reg. Consob n. 11522 del 1998, anche nel caso in cui la negoziazione individuale avvenga nel periodo del cd. "grey market", cioè prima che i titoli siano emessi ufficialmente.».

6. Il secondo motivo di impugnazione è del pari infondato poiché, dalla pretesa violazione degli obblighi informativi (oggetto di esame motivato da parte dei giudici di merito), s'intende contestare la decisione di diniego della nullità dei contratti di acquisto dei *bond* Cirio.

6.1. Infatti, già prima della proposizione del ricorso per cassazione, questa Corte (Sentenza n. 26724 del 2007), a sezioni Unite, aveva affermato il principio di diritto (a cui si è attenuta la Corte territoriale), e secondo cui «  
In relazione alla nullità del contratto per contrarietà a

norme imperative in difetto di espressa previsione in tal senso (cosiddetta "nullità virtuale"), deve trovare conferma la tradizionale impostazione secondo la quale, ove non altrimenti stabilito dalla legge, unicamente la violazione di norme inderogabili concernenti la validità del contratto è suscettibile di determinarne la nullità e non già la violazione di norme, anch'esse imperative, riguardanti il comportamento dei contraenti la quale può essere fonte di responsabilità. Ne consegue che, in tema di intermediazione finanziaria, la violazione dei doveri di informazione del cliente e di corretta esecuzione delle operazioni che la legge pone a carico dei soggetti autorizzati alla prestazione dei servizi di investimento finanziario (nella specie, in base all'art. 6 della legge n. 1 del 1991) può dar luogo a responsabilità precontrattuale, con conseguenze risarcitorie, ove dette violazioni avvengano nella fase antecedente o coincidente con la stipulazione del contratto di intermediazione destinato a regolare i successivi rapporti tra le parti (cd. "contratto quadro", il quale, per taluni aspetti, può essere accostato alla figura del mandato); può dar luogo, invece, a responsabilità contrattuale, ed eventualmente condurre alla risoluzione del contratto suddetto, ove si tratti di violazioni riguardanti le operazioni di investimento o disinvestimento compiute in esecuzione del "contratto quadro"; in ogni caso, deve escludersi che,



mancando una esplicita previsione normativa, la violazione dei menzionati doveri di comportamento possa determinare, a norma dell'art. 1418, primo comma, cod. civ., la nullità del cosiddetto "contratto quadro" o dei singoli atti negoziali posti in essere in base ad esso.». Tale principio è stato poi ribadito da questa stessa sezione (Sez. 1, Sentenza n. 8462 del 2014).

6.2. Il ricorso - sollecitando la dichiarazione di nullità dei contratti di acquisto dei *bond* Cirio in ragione della violazione dei menzionati obblighi informativi - tende, da un lato, inammissibilmente, a far pervenire questa Corte ad una soluzione del tutto opposta a quella affermata dalla giurisprudenza di legittimità, ossia ad una sorta di ripensamento (vista la data di proposizione del ricorso, posteriore al *dictum* delle sezioni unite), rispetto a quello che ormai appare come vero e proprio diritto vivente e, dall'altro, a sollecitare una diversa valutazione dei fatti e dei documenti esaminati nella fase di merito e, in considerazione della loro convergenza, ritenuti indicativi della mancata violazione degli obblighi informativi da parte dell'intermediario finanziario.

7. Il terzo motivo è inammissibile perché, sotto le spoglie del vizio motivazionale, ripropone surrettiziamente l'accertamento, che è stato invece escluso dai giudici di merito, delle violazioni degli obblighi informativi

relativi a quelli nascenti dal contratto quadro, ai fini dell'affermazione oltre che della nullità degli acquisti anche della risoluzione di quegli ordini.

8. In conclusione, il ricorso va respinto e i ricorrenti condannati, in solido, al pagamento delle spese processuali, liquidate come da dispositivo.

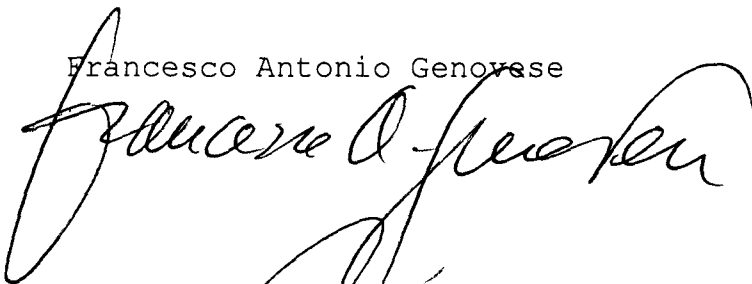
**PQM**

Respinge il ricorso e condanna i ricorrenti, in solido, al pagamento delle spese processuali di questa fase, che liquida in complessivi € 3.200,00, di cui 200,00 per esborsi, oltre spese generali forfettarie ed accessori di legge.

Così deciso in Roma, nella Camera di consiglio della 1ª sezione civile della Corte di cassazione, l'8 luglio 2016, dai magistrati sopra indicati.

Il Consigliere Estensore

Francesco Antonio Genovese



IL FUNZIONARIO GIUDIZIARIO  
*Franca Caldarola*

Depositato in Cancelleria

il 24 AGO 2016

IL FUNZIONARIO GIUDIZIARIO  
*Franca Caldarola*

Il Presidente

M. Cristina Giancola

