

**IL CONNUBIO TRA INVESTIMENTO RISCHIOSO E IL SUO
ONERE PROBATORIO: TRA REGOLE GENERALI E
NECESSARI (?) ADEGUAMENTI
(Nota a Cass. civ. 33596/2021)**

MAURO ZOLLO

Cassazione civile, Sez. I, ord. 11 novembre 2021, n. 33596. Pres. De Chiara. Rel. Di Marzio

In tema di intermediazione finanziaria, 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 che, però, 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. (Nella specie, la S.C. 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).

* * *

Con la pronuncia in commento la Corte di Cassazione contribuisce all'affermazione di un recente orientamento interpretativo, secondo il quale sussiste una presunzione legale dell'esistenza del nesso di causa tra inadempimento degli obblighi informativi dell'intermediario finanziario e danno risarcibile all'investitore.

Nel caso di specie, alcuni investitori avevano acquistato obbligazioni finanziarie particolarmente rischiose, di tipo “perpetual” (le quali, quindi,

garantiscono un certo tasso di interesse, ma non sono caratterizzate da una precisa scadenza di rimborso), rispetto alle quali l'intermediario finanziario non aveva fornito adeguate informazioni. Secondo la Corte di legittimità, la raggiunta prova dell'inadempimento informativo determina la presunzione del collegamento causale tra questo ed il danno occorso agli investitori. E' fatta salva la facoltà di provare, da parte dell'intermediario, l'insussistenza del predetto nesso logico. In concreto, l'ordinanza in commento ha ritenuto sufficientemente motivata la sentenza di merito che ha individuato nella propensione di quegli stessi investitori ad acquistare, pure successivamente all'operazione finanziaria in questione, i medesimi titoli ad alto rischio anche presso altro intermediario, idonea circostanza che vale ad escludere la derivazione del danno da investimento incauto rispetto all'inadempimento informativo dell'intermediario.

Tanto premesso, appare il caso di approfondire i tratti peculiari del danno da violazione degli obblighi informativi, per poi soffermarsi più attentamente sulla questione del nesso causale.

In materia di investimento, l'art. 21 del decreto legislativo 58 del 1998 delinea, tra gli altri, tre fondamentali obblighi in capo ai soggetti abilitati all'intermediazione finanziaria: comportarsi secondo diligenza, correttezza e trasparenza, acquisire le informazioni necessarie dai clienti ed operare in modo tale che questi ultimi siano sempre adeguatamente informati. Se ne ricava la valorizzazione di un dovere di buona fede (oggettivamente inteso come lealtà in sede di contrattazione, adempimento ed esecuzione del negozio) comunque peculiare, in quanto parametrato alle individualizzate esigenze e capacità dell'investitore. In altri termini, la tutela del cliente passa in primo luogo attraverso una sorta di interazione contrattuale "sartoriale", commisurata necessariamente alle informazioni che l'intermediario deve procurarsi sulla controparte e nel suo interesse.

Questo tipo di bagaglio informativo concerne (è esperienza pratica nota a molti) l'entità patrimoniale, le prospettive di investimento, la durata e il livello di rischio dell'operazione finanziaria che l'investitore va a sostenere.

Trattasi, quindi, di un primo obbligo informativo di carattere acquisitivo da parte dell'intermediario, solo a valle del quale si colloca un secondo obbligo informativo, di tipo dichiarativo, che ha per contenuto il chiarimento, all'investitore, circa i termini, i tempi, i costi e la durata dell'operazione finanziaria, tanto in fase precontrattuale, quanto all'atto della conclusione del negozio e nell'attualità della sua esecuzione, come indubitabilmente indica la locuzione "*operare in modo che essi siano sempre adeguatamente informati*", di cui alla lettera *b* dell'articolo 21, primo comma del decreto legislativo 58 del 1998.

La pronuncia in commento riguarda puntualmente questo secondo obbligo informativo, dal momento che le eventuali conseguenze negative dell'investimento finanziario potrebbero chiamare in causa omissioni o errori informativi sotto la responsabilità dell'intermediario.

A livello concettuale, la forma di tutela esercitabile nell'interesse dell'investitore è la domanda di risarcimento del danno, quale conseguenza dell'inadempimento contrattuale degli obblighi informativi che si assumono violati (in applicazione della generale regola di cui all'articolo 1218 del codice civile), oppure in ambito precontrattuale qualora eventuali reticenze o inesattezze dell'intermediario siano collocabili nella fase pregressa al patto negoziale. In aggiunta, nel primo caso di illecito contrattuale, visto l'articolo 1453 del codice civile, la parte negoziale potrebbe chiedere la risoluzione del contratto di investimento, ma soltanto ove l'inadempimento informativo si dimostrasse di non scarsa importanza (come statuisce l'articolo 1455 del codice civile).

Tanto inferito, soffermando l'odierna analisi esclusivamente sul versante della responsabilità contrattuale (in quanto è quello ad oggetto dell'ordinanza che si sta commentando), vale la pena di osservare come storicamente e da circa due decenni la giurisprudenza ritiene che l'articolo 1218 del codice civile debba interpretarsi nel senso che la parte danneggiata deve provare la sussistenza di un danno e l'esistenza di un titolo contrattuale, essendole sufficiente allegare l'inadempimento della controparte (quest'ultima dovrà dimostrare l'esatto adempimento). In base al principio generale della vicinanza della prova (articolo 2697 c.c.), poi, si ritiene che spetti a chi agisce in giudizio provare il nesso eziologico tra inadempimento e danno, trattandosi di elemento attinente più propriamente al danno-conseguenza (e quindi alla sfera del creditore-attore) che al comportamento della parte asseritamente inadempiente (in tal senso, da ultimo, Cass. ord. 8849/2021).

Per questo, ben si comprende la reale portata innovativa della giurisprudenza formatasi in materia di negoziazione finanziaria, in quanto essa, nella consapevolezza della connaturata asimmetria informativa insistente tra intermediari abilitati (soggetti professionali) e clienti, ricava la sussistenza del nesso di causa tra inadempimento informativo (che il cliente deve allegare) e danno patito (che il cliente deve effettivamente provare). Per converso, è sull'intermediario inadempiente che viene addossato anche l'onere di sovvertire la presunzione in questione, ad esempio, come nel caso di specie, dimostrando una reiterata propensione del cliente ad acquistare anche presso altri intermediari il medesimo, rischioso, prodotto.

I più critici potrebbero agevolmente osservare come si sia costituita, a livello pretorio e non normativo, una forma di responsabilità intermedia a

cavallo tra quella contrattuale di matrice generale (normata all'articolo 1218 del codice civile) e più gravi forme di responsabilità oggettiva, dalle quali, in ogni caso, tale genere di responsabilità solidamente si distingue in quanto presuppone necessariamente il colpevole inadempimento dell'intermediario finanziario.

La pronuncia in commento chiarisce trattarsi di una presunzione di tipo legale, vale a dire una conseguenza specificamente tratta da norma di legge (secondo la definizione di cui all'articolo 2727 del codice civile).

In proposito, tuttavia, merita sottolineare come l'ordinanza non indichi quale norma di legge imporrebbe simile presunzione, anche tenendo conto che il decreto legislativo 58 del 1998, in punto di onere della prova, si limita a stabilire che spetta ai soggetti abilitati (non, quindi, ai loro clienti) provare di aver agito con la specifica diligenza richiesta (articolo 23 comma 6, il quale peraltro positivizza quello che allo stato è già un principio generale, in base al quale il convenuto deve dimostrare di aver correttamente adempiuto alla propria prestazione). Secondo il ragionamento della Corte di Cassazione, invero detta presunzione legale sarebbe direttamente ricavabile da una sorta di principio generale, *“dalla 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”*.

Tali elementi potrebbero apparire non sufficienti ad individuare una presunzione di tipo legale che involga l'onere della prova circa il nesso causale, mancando, di fatto, un preciso riferimento normativo. Certo, potrebbe anche autonomamente ipotizzarsi un'attività presuntiva del singolo Giudice (cosiddetta presunzione semplice), che sostanzialmente esoneri il danneggiato dall'onere di prova del suddetto nesso causale. Tuttavia, l'articolo 2729 del codice civile, nell'intento contestuale di riconoscere ma anche contenere il potere inferenziale del Giudicante, ammette solo presunzioni *“gravi, precise e concordanti”*. I tre suddetti aggettivi, ed in particolare il terzo, lasciano intuire che debbano essere a disposizione del Giudice plurimi elementi, tutti piuttosto specifici: potrebbe discutersi, in concreto, sulla sufficienza di due soli elementi (inadempimento degli obblighi informativi e dimostrazione di un certo pregiudizio economico) quali indicatori, appunto, plurimi, precisi e concordanti del nesso causale che li legasse.

In conclusione, approfonditi i contenuti degli obblighi informativi gravanti sull'intermediario finanziario, si è dato conto del più recente orientamento giurisprudenziale, che ritiene sussistente una presunzione legale dell'esistenza del nesso di causa tra inadempimento informativo e

danno risarcibile, del quale si sono evidenziati, in chiave critica, i presupposti logici e giuridici.

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

Composta dagli Ill.mi Sigg.ri Magistrati:

Dott. DE CHIARA Carlo - Presidente -

Dott. DI MARZIO Mauro - rel. Consigliere -

Dott. NAZZICONE Loredana - Consigliere -

Dott. CAIAZZO Rosario - Consigliere -

Dott. SOLAINI Luca - Consigliere -

ha pronunciato la seguente:

ORDINANZA

sul ricorso 2360/2017 proposto da:

A.R., O.S., elettivamente domiciliati in *omissis*, presso lo studio dell'avvocato *Omissis*, che li rappresenta e difende unitamente agli avvocati *Omissis*, giusta procura in calce al ricorso;

- ricorrenti -

contro

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

- controricorrente -

avverso la sentenza n. 1312/2016 della Corte d'Appello di Torino, depositata il 01/08/2016;

udita la relazione della causa svolta nella camera di consiglio del 17/09/2021 dal cons. Di Marzio.

Svolgimento del processo

1. - A.R. e O.S. ricorrono per due articolati motivi, nei confronti della *Omissis* S.p.A., contro la sentenza del 1 agosto 2016 con cui la Corte d'appello di Torino, provvedendo in accoglimento dell'appello della banca ed in riforma di sentenza resa tra le parti dal Tribunale di Asti, ha rigettato la domanda risarcitoria, già accolta dal primo giudice, in dipendenza del danno subito a seguito dell'acquisto di obbligazioni della *Omissis*, effettuate in più riprese tra il febbraio 2007 ed il luglio 2008, acquisto che, secondo la subordinata prospettazione dagli originari attori, sarebbero stati effettuati in un contesto di inadempimento, da parte della banca, degli obblighi informativi su di essa gravanti.

2. - In estrema sintesi, la Corte territoriale, per quanto rileva, escluso che gli acquisti fossero avvenuti in contropartita diretta, ha ritenuto che l'inadempimento degli obblighi informativi vi fosse stato, non avendo provato l'intermediario di aver informato i clienti che si trattava di obbligazioni perpetual e subordinate, ma ha escluso la sussistenza del

nesso di causalità tra l'inadempimento ed il danno, giacchè essi "avrebbero comunque effettuato gli acquisti, rispondenti alla caratteristica speculativa degli investimenti da loro effettuati".

3. - La *Omissis* S.p.A. resiste con controricorso.

Le parti hanno depositato memorie.

Motivi della decisione

4. - Il ricorso contiene due motivi svolti da pagina 8 a pagina 27.

4.1. - Il primo mezzo denuncia omesso esame circa un fatto decisivo per il giudizio che è stato oggetto di discussione tra le parti.

Esso si articola nella denuncia di omessa valutazione dell'esistenza di ordini di negoziazione in contropartita diretta; nella denuncia di omessa valutazione del fatto che il rischio attribuito da *Omissis* ai titoli in questione, ossia un rischio medio-basso, non sarebbe stato corretto; nella denuncia di omessa considerazione delle conclusioni raggiunte dal consulente tecnico d'ufficio; nella denuncia di omessa valutazione delle caratteristiche dei titoli in discorso; nella denuncia di vizio logico nella motivazione della sentenza in ordine alle omissioni ed errori informativi da parte della banca ed alla rilevanza degli stessi al fine del giudizio di adeguatezza ed inesistenza del nesso causale; nella denuncia di omessa valutazione della circostanza che la O. non aveva operato investimenti nelle obbligazioni di cui si discute presso altro istituto di credito e che gli investimenti dell' A. presso il nuovo istituto di credito erano stati eseguiti da persona già impiegata verso la *Omissis*.

4.2. - Il secondo mezzo denuncia violazione o erronea applicazione dell'art. 21 del testo unico della finanza, avuto riguardo al rilievo che la *Omissis* non aveva adeguatamente informato gli investitori di rischi connessi ai titoli della *Omissis*.

5. - Il ricorso è in parte inammissibile e in parte infondato.

I due motivi, per il loro collegamento, possono essere simultaneamente esaminati.

Come si è visto in espositiva, la sentenza impugnata, escluso che gli acquisti dei titoli fossero avvenuti in contropartita diretta, si incentra su una duplice osservazione:

-) da un lato sul rilievo che la banca non aveva provato di avere informato i clienti dei caratteri dei titoli, trattandosi di titoli perpetual e subordinati, per questo aspetto sostanzialmente assimilabili quanto a rischiosità a titoli azionari;

-) dall'altro lato, che i clienti, ove pure informati degli aspetti menzionati, avrebbero comunque acquistato, con conseguente insussistenza del nesso di causalità tra inadempimento e danno: "gli appellati, anche se, in ipotesi, adeguatamente avvisati dei rischi correlati allo specifico strumento acquistato, per l'assenza di scadenza ai fini del rimborso e per la subordinazione, avrebbero comunque effettuato gli acquisti, rispondenti alla caratteristica speculativa degli investimenti da loro effettuati, di accettazione di un rischio - anche medio-alto - di perdita a fronte di una remunerazione significativa, come nel caso di specie. Si deve del resto sottolineare, per il profilo in esame, che A.R. e O.S. acquistarono ancora obbligazioni *Omissis* con domanda anche presso altro istituto bancario - si tratta di una circostanza di fatto emersa nel giudizio di primo grado che non è contestata dalla banca appellante, la quale anzi la valorizza, legittimamente, a proprio vantaggio -, prima della chiusura dei rapporti con *Omissis* e non vi è motivo di affermare che anche in quel contesto la loro scelta fosse conseguenza solo di una inadeguata informazione e non, invece, di una considerazione favorevole dei rendimenti fino a quel momento percepiti, con la consapevolezza del margine di rischio esistente proprio derivante dall'entità del rendimento: l'affermazione degli appellati, secondo i quali avrebbero seguito il sig. T. trasferitosi da *Omissis* a *Omissis*, in base ad un rapporto fiduciario che non trova riscontro nelle dichiarazioni testimoniali rese dallo stesso T. (il

quale ha riferito di non aver mai consigliato gli appellati negli acquisti poichè già sapevano cosa volevano, e che non vi è motivo di affermare abbia gestito anche gli acquisti successivi presso *Omissis*), non modificano la rilevanza della circostanza esaminata".

Ciò detto:

-) il primo mezzo è inammissibile laddove volto a censurare l'affermazione della Corte d'appello in ordine alla circostanza che gli acquisti non fossero stati effettuati in contropartita diretta, trattandosi di censura volta a ribaltare un accertamento di merito ampiamente motivato ("è da escludere che la banca avesse nel proprio portafogli... i titoli di cui si discute... rispetto ai quali sono emersi acquisti e vendite contestuali per valori nominali corrispondenti, senza creazione di giacenze. Non appare di nessun rilievo concreto il fatto che le movimentazioni dettagliate della banca per il periodo successivo al 31.12.2006 si riferiscano solo alle obbligazioni *Omissis* 5,5%, perchè l'assenza anche dei titoli 5,25% dal portafoglio dell'appellante al 31.12.2006 esclude in radice che possa aver speculato a danno degli investitori nel "piazzare" loro le obbligazioni in contestazione per disfarsene trasferendone il rischio");

-) i motivi sono poi inammissibili laddove attengono al coefficiente di rischiosità dei titoli in discorso, giacchè le censure non toccano la *ratio decidendi* posta a sostegno della decisione impugnata, consistente come si è visto in ciò, che, pur riconosciuta la rischiosità dei titoli, gli originari attori avrebbero acquistati anche se fossero stati informati sia del loro carattere perpetual, sia di quello della subordinazione;

-) i motivi sono infine infondati laddove si appuntano sull'esclusione della sussistenza del nesso di causalità tra l'inadempimento dell'obbligo informativo gravante sulla banca ed il danno lamentato dagli attori; questa Corte, dopo aver numerose volte affermato che l'onere della prova del nesso di causalità tra l'inadempimento degli obblighi informativi ed il danno grava sull'investitore, ha più di recente ritenuto che detto inadempimento faccia sorgere una presunzione di sussistenza del nesso di causalità: "Dalla 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, scaturisce una presunzione legale di sussistenza del nesso causale fra inadempimento informativo e pregiudizio, pur suscettibile di prova contraria da parte dell'intermediario; tale prova, tuttavia, non può consistere nella dimostrazione di una generica propensione al rischio dell'investitore, desunta anche da scelte intrinsecamente rischiose pregresse, perchè 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. 17 aprile 2020, n. 7905); anche in quest'ultima prospettiva, tuttavia, la banca può vincere la presunzione offrendo prova contraria, quantunque essa non possa essere desunta esclusivamente dalla generica rischiosità degli investimenti pregressi: e nel caso di specie la Corte territoriale ha valorizzato una circostanza evidentemente nient'affatto generica, ossia che i medesimi investitori avessero acquistato le stesse obbligazioni della *Omissis* anche successivamente all'acquisto presso la *Omissis* presso altro intermediario, circostanza, questa, indicativa della loro propensione ad acquisire in portafoglio proprio quei titoli; a tal riguardo, i motivi di ricorso, laddove assumono che la O. non avrebbe in realtà acquistato detti titoli, denunciano inammissibilmente un preteso errore revocatorio, e laddove assumono che l' A. avrebbe acquistato per iniziativa del T., mirano a ribaltare l'accertamento di merito svolto in proposito dalla Corte territoriale, peraltro riproponendo una tesi in fatto già da essa confutata.

6. - Le spese seguono la soccombenza. Sussistono i presupposti processuali per il raddoppio del contributo unificato se dovuto.

P.Q.M.

rigetta il ricorso e condanna i ricorrenti al rimborso, in favore della controricorrente, delle spese sostenute per questo giudizio di legittimità, liquidate in complessivi Euro 10.200,00, di cui Euro 200,00 per esborsi, oltre alle spese forfettarie nella misura del 15% ed agli accessori di legge dando atto, ai sensi del d.p.r. n. 115 del 2002, art. 13, comma 1 quater, che sussistono i presupposti per il versamento, a carico della parte ricorrente, dell'ulteriore importo a titolo di contributo unificato pari a quello dovuto per il ricorso a norma dello stesso art. 13, comma 1 bis.

Così deciso in Roma, il 17 settembre 2021.

Depositato in Cancelleria il 11 novembre 2021