

## SERVIZI DI INVESTIMENTO E NESSO CAUSALE PRESUNTO: SI CONSOLIDA L'ORIENTAMENTO DELLA CASSAZIONE

di GIULIA ZANZOTTERA

### 1. L'inderogabilità della struttura posta dall'art. 21 del T.U.F. e la stretta connessione con l'art. 23, comma 6, del T.U.F.

Il rapporto tra intermediari finanziari e investitore al dettaglio è caratterizzato strutturalmente e fisiologicamente da forti asimmetrie informative tra le parti derivanti principalmente dalla natura intangibile e aleatoria del bene oggetto di investimento finanziario<sup>1</sup>. Il cliente di norma infatti non è in grado in via autonoma di conoscere quale sia lo strumento finanziario maggiormente funzionale ai suoi scopi di investimento, alle proprie volontà remunerative o alla propria capacità di sopportare il rischio di eventuali perdite. Per questo motivo l'art. 21 del Testo Unico in materia finanziaria richiede all'intermediario l'adozione di regole comportamentali consistenti in una serie di doveri non solo informativi, al fine di perseguire il miglior interesse del cliente (c.d. *best execution*).

Il mercato regolamentato si regge, infatti, su un «circuitto informativo» che coinvolge emittenti, intermediari ed investitori. In un tale contesto, agli intermediari è affidato il ruolo di decodificare le informazioni provenienti dalle società emittenti (c.d.

---

<sup>1</sup> In dottrina sul punto si veda A. DI AMATO, *Gli intermediari*, in *Manuale di diritto del mercato finanziario*, Giuffrè, a cura di S. AMOROSINO, pag. 89 e ss. La normativa regolamentare individua tra i prodotti finanziari a titolo esemplificativo quelli c.d. del *mercato monetario* che normalmente vengono negoziati, tra questi i buoni del tesoro o i certificati di deposito (art. 1 comma 1-ter, T.U.F.) e le varie tipologie di strumenti *derivati* (indicati nell' Allegato I, Sezione C, n. 4-5-5-7-9-10, MiFID II e T.U.F.).

attività di intermediazione), in quanto soggetti che, per le proprie dimensioni e qualità professionali, sarebbero in grado di apprezzare il contenuto di tali informazioni e, per conseguenza, le caratteristiche dei prodotti offerti dagli emittenti. Questo primo circuito di informazioni permette all'intermediario di indirizzare successivamente le scelte di investimento dei clienti, rendendo accessibili all'investitore la natura e i rischi dell'operazione, permettendo che vengano così effettuate scelte consapevoli di investimento. Il *gap informativo* tra mercato-intermediario-cliente *retail* verrebbe così colmato mediante questo sistema che si snoda nelle diverse modalità previste dai vari mercati regolamentati<sup>2</sup>.

La normativa del Testo Unico prevede sia doveri informativi inderogabili in capo all'intermediario nell'esecuzione dei servizi di investimento individuati dalla giurisprudenza come *attivi* e *passivi*, che doveri di attuazione della valutazione di adeguatezza e appropriatezza dell'operazione rispetto alle caratteristiche personali del cliente. La norma posta ai sensi dell'art. 21 T.U.F.<sup>3</sup> inoltre – coerentemente con la logica contrattualistica in materia civile – individua nella diligenza il parametro di valutazione dell'inadempimento dell'intermediario, richiedendogli di acquisire informazioni necessarie dai clienti e di operare in modo che l'investitore sia sempre adeguatamente informato.

Alla luce di tali doveri in capo all'intermediario, l'art. 23, comma 6, del Testo Unico è funzionale al completamento della logica a tutela del cliente prevedendo che, nei giudizi di risarcimento dei danni cagionati ai clienti nello svolgimento dei servizi di investimento, spetti all'intermediario «l'onere della prova di aver agito con la specifica diligenza richiesta». Il legame tra le due norme è stato oggetto di diverse decisioni della Suprema

---

<sup>2</sup> Per un approfondimento sulla configurazione del principio di trasparenza e tutela dell'investitore si veda A.A. DOLMETTA e U. MINNECI, *Borsa (contratti di)*, in *Enc. dir., agg. VI, Borsa*, 2001; gli autori precisano che l'intervento dell'operatore qualificato non è sclerotizzabile secondo rigidi canoni predeterminati, tendendo «piuttosto a conformarsi sulle caratteristiche concrete del cliente, tenendo conto di due variabili fondamentali: da un lato, dell'effettiva esperienza che il risparmiatore ha del campo in cui intende muoversi; dall'altro, del tipo di servizio di investimento fornito all'operatore qualificato».

<sup>3</sup> Per una lettura chiara della normativa si veda M. MIOLA, commento all'art. 21 T.U.F., in *Testo unico della finanza. Commentario diretto da G. F. Campobasso*, Utet, 2002, pag. 164.

Corte di Cassazione che ha potuto approfondire non solo la portata del plesso di doveri informativi posti ai sensi dell'art. 21, ma anche quale sia l'esatta ripartizione dell'onere probatorio tra le parti ai sensi dell'art. 23, comma 6.

## **2. Lo sviluppo delle decisioni della Suprema Corte sul problema del nesso causale**

Dal 2016 ad oggi si è assistito ad un aumento esponenziale delle pronunce di Cassazione sulla responsabilità dell'intermediario finanziario per la violazione delle regole di comportamento nell'esecuzione dei servizi di investimento, in particolare con i clienti *retail*. La Cassazione ha approfondito in particolare il problema che si può indicare come di seconda generazione perché inerente l'individuazione dei criteri attraverso il quale ritenere sussistente il nesso causale una volta che sia già stato accertato l'inadempimento delle regole comportamentali da parte dell'intermediario. Questa problematica – com'è intuibile – si pone logicamente e naturalmente in una fase successiva all'accertamento dell'inadempimento dell'intermediario<sup>4</sup>.

L'orientamento della Suprema Corte che si può dire ormai consolidato disegna la seguente ripartizione di oneri probatori in capo alle parti nei giudizi di responsabilità per la violazione delle regole poste ai sensi dell'art. 21 del T.U.F.: innanzitutto l'investitore dovrebbe individuare l'inadempimento dell'intermediario allegando in modo specifico la norma che ritiene violata dal medesimo. In secondo luogo l'investitore dovrebbe fornire la prova – anche per presunzioni – del conseguente danno emergente e lucro cessante ai sensi dell'art. 1223 c.c., consistente almeno nella perdita in tutto o in parte del capitale investito<sup>5</sup>. Il

---

<sup>4</sup> La presente analisi vuole chiarire quale sia attualmente l'approccio della Cassazione al problema in continuità con la rassegna giurisprudenziale di A. MAGER, *Oltre la violazione dei doveri informativi nei servizi di investimento. La Cassazione e il nesso di causalità*, in *Riv. dir. banc.*, [dirittobancario.it](http://dirittobancario.it), 41, 2018; nel quale si analizzano i vari passaggi sviluppati dalla Suprema Corte dal 2016 al 2018 sul punto del nesso di causalità.

<sup>5</sup> Tra le decisioni sul problema si veda: Cass. del 21 maggio 2018, n. 12456; inoltre sul punto si veda Cass. del 24 maggio 2018, n. 12956 e Cass. del 31 agosto 2017, n. 20167;

danno risarcibile nei confronti del cliente in via diretta e immediata, consistente almeno nella liquidazione della perdita del capitale investito in mancanza di un consenso informato, risponde ai canoni civilistici di c.d. riparazione integrale del danno.

La relazione eziologica tra l'inadempimento e il danno – in applicazione del principio di vicinanza della prova<sup>6</sup> – una volta allegato l'inadempimento e provato il danno, sarebbe invece sussistente in via presuntiva<sup>7</sup>.

La ragione principale di una tale ripartizione dell'onere probatorio starebbe nella considerazione dell'inadempimento come indice in sè di non ascrivibilità dell'operazione al cliente. In tal senso infatti la giurisprudenza più attenta alla normativa di settore, ritiene come sia proprio il ruolo dell'intermediario quello di orientare le scelte di investimento del cliente, tanto che qualora vengano disattese le regole di condotta da parte dell'intermediario nell'esecuzione del servizio di investimento, nel cliente non potrebbe formarsi un'effettiva consapevolezza sul rischio concreto dell'operazione<sup>8</sup>. La presunzione di sussistenza del nesso causale tra l'inadempimento e il danno individuata dalla Cassazione maggioritaria pare, quindi, più in linea con la normativa di settore: nel contesto del rapporto fiduciario tra cliente e intermediario, infatti, l'assenza di una informazione oggettivamente significativa incide sulla consapevolezza stessa dell'investitore sul rischio dell'operazione con la conseguenza

---

<sup>6</sup> Per un'analisi compiuta del principio si veda A.A. DOLMETTA e U. MALVAGNA, *Vicinanza della prova e prodotti d'impresa del comparto finanziario*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2014, I, pag. 676 e ss., nella quale si afferma che «se l'idea della vicinanza come regola di conformazione probatoria correttiva di quella secondo allegazione fa perno generale sulla tutela dell'effettiva del diritto di difesa (art. 24 Cost.) di controparte, per i prodotti d'impresa le cose non si fermano qui. La vicinanza d'impresa si accresce di un valore aggiuntivo. Essa tende a incentivare il livello di efficienza dell'impresa perché porta sul piano processuale della prova quanto dovrebbe corrispondere, nella linea del corretto agire d'impresa, al piano della sostanza».

<sup>7</sup> Le due decisioni che hanno dato il via all'orientamento e attualmente ancora respese dalle decisioni più attuali si veda: Cass. del 17 novembre 2016, n. 23417; Cass. del 18 maggio 2017, n. 12544 e Cass. del 28 febbraio 2018, n. 4727; Cass. del 16 febbraio 2018, n. 3914; tra le più recenti si veda: Cass. del 24 settembre 2018, n. 22464; Cass. del 14 novembre 2018, n. 29353; Cass. del 16 novembre 2018, n. 29607; Cass. del 21 novembre 2018, n. 30104; Cass. del 29 gennaio 2019, n. 2464.

<sup>8</sup> Da ultimo si veda in particolare la decisione Cass. del 21 novembre 2018, n. 30104 coerente con le precedenti decisioni Cass. del 28 febbraio 2018, n. 4727; nonché Cass. del 16 febbraio 2018, n. 3914 già citate.

che – non potendosi ipotizzare che il cliente possa effettivamente voler investire in un prodotto di cui non può conoscere, o almeno prevedere, il rischio<sup>9</sup> – il danno possa considerarsi presunto.

### 3. Il superamento del precedente orientamento della Suprema Corte

Secondo l'orientamento maggioritario, coerentemente con quanto prescritto ai sensi dell'art. 23, comma 6, del T.U.F., l'intermediario potrà fornire la prova positiva contraria di aver esattamente adempiuto ai doveri informativi secondo la «specifica diligenza richiesta», ossia di aver informato adeguatamente il cliente circa il rischio effettivo dell'investimento in relazione alla conoscenza del medesimo in materia finanziaria e alle sue caratteristiche personali. La prova da parte dell'intermediario secondo la Suprema Corte dovrebbe essere completa, precisa e specifica circa l'esatto adempimento dei doveri informativi derivanti dall'art. 21 del T.U.F.<sup>10</sup>.

La prova positiva dell'esatto adempimento, a differenza di quanto sostenuto da un precedente orientamento della Suprema Corte, sarebbe l'unica possibilità per l'intermediario di dimostrare l'interruzione del nesso causale. Il precedente orientamento della Cassazione riteneva invece che l'alta propensione al rischio del cliente poteva considerarsi idoneo fattore interruttivo

---

<sup>9</sup> Un contributo importante in dottrina che si preoccupa di riflettere sulla valenza degli obblighi legali dell'intermediario e sulle strutture rimediali viene da A.A. DOLMETTA, *Strutture rimediali per la violazione di «obblighi di fattispecie» da parte di intermediari finanziari*, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it), si specifica, pur non trattando espressamente del tema della causalità, come l'obbligo comportamentale vertente sull'intermediario - che sia di mera informazione sui rischi ovvero valutazione dell'adeguatezza o meno dell'operazione - sia stato considerato erroneamente fuori dalla fattispecie di formazione del consenso del cliente. La Cassazione infatti, si è precisato più volte che individua invece questi obblighi quali *co-fattori* della decisione di investimento.

<sup>10</sup> Tra le diverse decisioni che hanno composto questo orientamento che richiede la prova positiva di aver adempiuto esattamente alla prestazione da parte dell'intermediario si veda: Cass. del 10 maggio 2018, n. 11368; Cass. del 10 aprile 2018, n. 8751; Cass. del 13 maggio 2016, n. 9892; Cass. del 19 aprile 2018, n. 9763.

della relazione eziologica tra l'inadempimento e il danno<sup>11</sup>. In tal senso il cliente – oltre alla prova dell'inadempimento e del danno – doveva dimostrare anche la rigorosa prova del giudizio controfattuale di causalità alternativa ipotetica consistente nell'incidenza o meno della mancata informazione dovuta dall'intermediario sulla sua volontà di investimento<sup>12</sup>.

Si riteneva che l'alta o media propensione al rischio del cliente implicasse che anche qualora l'intermediario avesse fornito tutte le informazioni *adeguate e necessarie* sulla pericolosità dell'investimento, il cliente avvezzo al rischio lo avrebbe compiuto ugualmente<sup>13</sup>. Il giudizio di causalità alternativa ipotetica idoneo ad interrompere il nesso causale tra l'inadempimento e il danno, secondo questo indirizzo che si può ritenere attualmente minoritario, consisterebbe pertanto nell'intento speculativo del cliente che anche la massima diligenza dell'intermediario non avrebbe potuto modificare, in quanto il fatto stesso che il cliente fosse propenso al rischio costituirebbe un fattore idoneo ad interrompere il nesso causale. Seguendo questo ragionamento il cliente con una profilatura di rischio corrispondente a quella «medio-alta» avrebbe comunque investito in prodotti finanziari ad alto rischio o speculativi e pertanto, anche qualora non vi fosse stato l'inadempimento dell'intermediario il danno si sarebbe verificato. Tale impostazione finirebbe per escludere

---

<sup>11</sup> Nelle decisioni inerenti l'orientamento minoritario la dinamica risulta la seguente: il cliente vuole investire in un'operazione inadeguata (art. 28 RI), l'intermediario ne indica l'inadeguatezza mediante una dichiarazione *standardizzata* non comprensibile dal cliente, il quale conseguentemente decide comunque di investire, perdendo successivamente l'intero capitale. Sul contenuto specifico delle decisioni della giurisprudenza sul punto e sulla qualificazione di cliente come «propenso al rischio» si veda: Cass. del 17 agosto 2016, n. 17138; Cass. del 3 novembre 2017, n. 26191; Cass. del 9 marzo 2018, n. 5837; Cass. del 20 marzo 2018, n. 6962.

<sup>12</sup> Sul punto si vedano le decisioni della Corte di legittimità: Cass. del 25 ottobre 2017, n. 25335 nei termini in cui cassa tale posizione minoritaria della Corte d'Appello; Cass., del 3 novembre 2017, n. 26191; Cass., del 9 marzo 2018, n. 5837; Cass., del 20 marzo 2018, n. 6962.

<sup>13</sup> Tale orientamento oramai minoritario ammetterebbe almeno che la prova alternativa ipotetica della relazione eziologica tra l'inadempimento e il danno possa essere valutata sul «parametro del più probabile che non», diminuendo – in parte – il tenore del difficile onere probatorio richiesto al cliente; Cass. del 17 agosto 2016, n. 17138; Cass., del 24 aprile 2018, n. 10111 e 10115.

qualsiasi rilievo del profilo in merito al nesso causale nell'accertamento delle circostanze risarcibili<sup>14</sup>. A fronte di questo indirizzo ci si potrebbe chiedere se effettivamente, considerata la normativa di settore posta a tutela del cliente, sia necessario o meno ai fini dell'esistenza del nesso causale, la valutazione dell'incidenza o non incidenza dell'informazione sulla volontà di investimento del cliente.

L'orientamento precedentemente individuato come maggioritario e sempre più consolidato in Cassazione sottolinea invece la necessità di una diversa intensità della prova alle parti in ragione della strutturale posizione di svantaggio del cliente. In tal senso l'art. 23, comma 6, T.U.F., andrebbe così a determinare un'attenuazione dell'onere probatorio per l'investitore, non trattandosi di un esonero dell'onere probatorio.

#### **4. Il recente consolidamento dell'orientamento maggioritario in Cassazione**

L'analisi delle più recenti decisioni appartenenti all'orientamento maggioritario e consolidato in Cassazione permette di chiarire, oltre alla necessità che in tema di risarcimento del danno per la perdita del capitale investito gravi sull'intermediario l'onere di provare «di aver adempiuto positivamente agli obblighi informativi», come l'eventuale elevata propensione al rischio del cliente non si possa considerare «ininfluente» ma non possa neppure mai essere considerata il solo fattore incidente sulla relazione eziologica. In tal senso ancora una volta si sottolinea come la condotta omissiva dell'intermediario – allegata specificatamente dal cliente – normalmente sarebbe idonea a cagionare il pregiudizio lamentato dall'investitore salvo prova contraria<sup>15</sup>. La Corte ribadisce inoltre come a fronte dell'accertamento dell'inadempimento contrattuale della banca e del

---

<sup>14</sup> Sul punto la dottrina non è unanime, per un approfondimento critico dell'eccessivo rilievo dato alle caratteristiche personali del cliente si veda S. AMOROSINO, *Manuale di diritto del mercato finanziario*, Giuffrè, 2014; G. FACCI, *Il danno da informazione finanziaria inesatta*, Zanichelli, 2013.

<sup>15</sup> Sul punto in particolare si veda la decisione Cass. del 16 novembre 2018, n. 29607 la quale riprende in particolare la decisione cardine dell'orientamento in questione (Cass. del 18 maggio 2017, n. 12544).

danno patrimoniale agli investitori, anche qualora l'operazione sia adeguata la mancata fornitura di informazioni «esaurienti ed appropriate», sarebbe indice di una scelta non consapevole del cliente i cui effetti pregiudizievoli non potrebbero essere acrivibili alla sua volontà.

Un'ulteriore decisione più recente la Corte chiarifica che a fronte di un'operazione inadeguata si possa configurare un danno *in re ipsa* consistente nella perdita investita che presumibilmente non sarebbe stata autorizzata dall'investitore correttamente informato. In tal senso la Corte precisa come ogni tal volta in cui l'investitore risulti inconsapevole perché non adeguatamente informato, gli verrebbe accollato un rischio illegittimo che pertanto dovrebbe essere necessariamente liquidato mediante il risarcimento effettivo del danno<sup>16</sup>. Recentemente la Cassazione ha ribadito anche come non solo l'avvertimento di inadeguatezza dell'operazione debba essere *personalizzato* rispetto alle caratteristiche del cliente – quindi come non possa bastare l'indicazione generica e standardizzata di inadeguatezza – ma anche la necessità che l'intermediario provi di aver positivamente adempiuto agli obblighi informativi individuando il «grado effettivo di rischio» dell'operazione<sup>17</sup>.

L'orientamento della Suprema Corte che va sempre di più consolidandosi precisa definitivamente che la sussistenza del nesso causale in via presuntiva non implichi un'inversione dell'onere probatorio tra le parti, ma semplicemente una sua attenuazione in ragione del fatto che la mancata prestazione delle informazioni dovute dalla banca all'investitore ingeneri una presunzione di riconducibilità all'intermediario dell'operazione stessa<sup>18</sup>.

---

<sup>16</sup> Cass. del 14 novembre 2018, n. 29353, coerente con la precedente decisione Cass. del 16 febbraio 2018, n. 3914 altrettanto fondamentale per l'individuazione dell'orientamento maggioritario.

<sup>17</sup> Il riferimento è in particolare alla Cass. del 24 settembre 2018, n. 22464, in linea con la Cass. del 28 febbraio 2018, n. 4727 considerabile tra quelle fondanti l'indirizzo in questione.

<sup>18</sup> In particolare il riferimento è alla Cass. del 29 gennaio 2019, n. 2464, la quale specifica inoltre il fatto che sul piano del nesso causale non possa ascriversi alcuna rilevanza all'esperienza negli investimenti ed alla propensione al rischio dell'investitore ad effettuare operazioni ad alto rischio. Dalla propensione al rischio del cliente «desumere che avrebbe comunque accettato il rischio connesso [all'investimento]» non è corretto in quanto «l'accettazione consapevole di un in-



## 5. Critica rispetto ad alcune decisioni

Nonostante il consolidamento dell'orientamento maggioritario, alcune attuali pronunce della Cassazione risultano non conformi: alcune decisioni, infatti, pur accertando l'inadempimento dell'intermediario, rigettano le pretese del cliente valorizzando la sua propensione al rischio e/o la sua conoscenza finanziaria.

Tra le decisioni riconducibili all'orientamento minoritario permangono quelle che, nonostante l'accertamento dell'inadempimento dell'intermediario finanziario per mancanza di diligenza nel rilascio dell'informazione, attribuiscono al profilo di rischio medio – alto del cliente la capacità di essere fattore interruttivo del nesso causale<sup>19</sup>. In termini sintetici, nelle decisioni innanzitutto viene meno l'assunto per cui a fronte di un cliente qualificato con una profilatura di rischio «medio – alta o alta» ovvero avente una buona conoscenza in materia finanziaria, l'intermediario dovrebbe fornire delle informazioni più specifiche e qualitativamente superiori alla media sul prodotto oggetto dell'operazione. In tal caso infatti la giurisprudenza maggioritaria ha individuato come la scelta di investimento del cliente su di un investimento piuttosto che un altro, sarebbe determinata proprio dai dettagli dell'operazione indicati dall'intermediario essendo, il cliente in questione, in grado di comprendere la portata dell'informazione<sup>20</sup>.

Alcune decisioni inoltre sono contrarie a quanto sostenuto dalla Corte rispetto alla necessità che in capo all'investitore si formi un consenso informato sull'investimento, possibile solo

---

vestimento finanziario non può che fondarsi sulla preventiva conoscenza delle caratteristiche specifiche del prodotto in relazione a tutti gli indicatori della sua rischiosità».

<sup>19</sup> Cass. del 12 luglio 2018, n. 18483: in particolare viene rigettata la pretesa del cliente sulla base del fatto che la Corte d'Appello abbia valutato lo stesso con un profilo speculativo tale per cui la mancata informazione sul *rating* del prodotto e sul fatto che la negoziazione sarebbe avvenuta sul c.d. *grey market*, non avrebbe inciso sulla scelta del medesimo di investimento.

<sup>20</sup> Per l'orientamento maggioritario si veda in particolare: Cass. del 15 settembre, n. 13884 e Cass. del 4 ottobre 2018, n. 24393 nella quale in particolare si specifica che «il vigente sistema normativo dei servizi di investimento, la sussistenza di una peculiare – anche particolarmente elevata – propensione al rischio dell'investitore non è ragione di esonero dell'intermediario dalla prestazione degli obblighi informativi. E nemmeno la rende inutile».

qualora al medesimo venga fornito l'intero plesso di informazioni conosciute dall'intermediario secondo la diligenza professionale<sup>21</sup>.

Fra le recenti decisioni ve ne sono inoltre alcune che, a fronte di un'operazione inadeguata – sul cui punto ora si deve approfondire – ritengono insussistente la relazione eziologica tra l'inadempimento e il danno affermando come le indicazioni di inadeguatezza non necessariamente debbano essere compiutamente, bastando invece l'indicazione di inadeguatezza su formato standardizzato. Al riguardo, tuttavia, si può notare come tendenzialmente il senso di tale informativa non sarà facilmente comprensibile dal cliente, che allora non potrà essere considerato consapevole del rischio assunto. Queste stesse decisioni tendono anche a ritenere che l'attenuazione dell'onere probatorio tra il cliente e l'intermediario comporti la presunzione di adempimento degli obblighi informativi vertenti su quest'ultimo e non il contrario anche senza la necessità che, a fronte delle contestazioni del cliente, venga fornita dall'intermediario la prova positiva di aver adempiuto diligentemente ai sensi dell'art. 23, comma 6 del T.U.F. – come invece ritenuto necessario dalla Cassazione maggioritaria – <sup>22</sup>.

Altre decisioni, discordandosi esplicitamente rispetto all'orientamento maggioritario circa il giudizio di sussistenza del nesso causale, ritengono che lo stesso non sussista sulla base di motivazioni ben poco precise e chiare o comunque sulla base della mera irrilevanza dell'inadempimento dell'intermediario

---

<sup>21</sup> Tra le più recenti dell'orientamento maggioritario che si fonda su tale assunto si veda Cass. del 3 ottobre 2018, n. 24142.

<sup>22</sup> L'orientamento prevalente infatti ritiene che a fronte della dichiarazione di inadeguatezza dell'operazione sia necessario che il cliente sia consapevole delle ragioni di inadeguatezza, cosa possibile solo qualora non solo le ragioni siano compiutamente indicate per iscritto dall'intermediario, ma anche quando l'investitore nella dichiarazione sottoscritta di voler comunque adempiere abbia indicato le ragioni della comprensione. Sul punto e sulla necessità che l'intermediario fornisca prova positiva di aver adempiuto correttamente ai doveri informativi si vedano le già citate Cass. del 3 gennaio 2017, n. 29 e Cass. del 18 maggio 2017, n. 12544. In senso contrario invece la recente decisione della Cass. del 18 giugno 2018, n. 16088 per il tema dell'inadeguatezza e Cass. del 6 giugno 2018, n. 14691 la quale non ritiene sussistente il nesso causale perché l'informazione sul *rating* dell'operazione non era necessario quando la banca non ha fornito una prova positiva di aver adempiuto al rilascio dell'informazione.

agli obblighi informativi, tale per cui il cliente avrebbe comunque deciso di investire<sup>23</sup>.

Si vuole sottolineare in particolare una decisione della Suprema Corte che, rigettando le pretese dell'investitore, ritiene non sussistente il nesso causale ritenendo il mancato rilascio del documento sui rischi generali un inadempimento di scarsa importanza. In tal modo la pronuncia escluderebbe la risoluzione del contratto per «l'irrilevanza» dell'inadempimento e sulla base di ciò anche la domanda di risarcimento del danno per mancanza di nesso causale<sup>24</sup>. Ci si dovrebbe domandare se sia corretto escludere la sussistenza del nesso causale quando – pur ammettendo nel caso di specie che si tratti di un inadempimento di scarsa importanza – vi sia in ogni caso *inesattezza* nell'esecuzione della prestazione<sup>25</sup>.

---

<sup>23</sup> Cass. del 2 novembre 2018, n. 28058 e in particolare Cass. del 8 febbraio 2019, n. 3855, che nell'opporsi all'orientamento maggioritario (e accogliendo le pretese dell'intermediario ricorrente) non specifica alcuna motivazione né in fatto né in diritto.

<sup>24</sup> La critica volge in particolare alla decisione della Cass. del 18 gennaio 2019, n. 1460, (pag. 9 e ss.) nella quale si pone a motivazione del rigetto della domanda dell'investitore, oltre alla questione dell'irrilevanza dell'inadempimento e la non sussistenza del nesso causale, anche il tema dell'inadeguatezza. Facendo riferimento alla giurisprudenza minoritaria, ritiene che la valutazione di adeguatezza dell'intermediario possa ritenersi «relativa» (pag. 14 della sentenza). È opportuno chiarire come ai sensi dell'art. 1455 c.c., la «scarsa importanza» dell'inadempimento potrebbe certamente escludere la possibilità di risolvere il contratto. Tuttavia, nel caso di specie due sono le questioni che non tornano: innanzitutto, non si capisce come possa ritenersi di scarsa importanza l'inadempimento dell'intermediario consistente nella mancata consegna del documento sui rischi generali – obbligatorio ex art. 28, lett. b) Reg. Consob n. 11522 del 1998 – ritenuto dalla giurisprudenza prevalente doveroso insieme alla spiegazione del suo contenuto all'investitore (Cass. del 20 marzo 2018, n. 6920).

<sup>25</sup> Tuttalpiù a fronte di un inadempimento di scarsa importanza, una volta accertato in via presuntiva il nesso causale con il danno – coerentemente con l'orientamento prevalente – si potrebbe porre in sede di quantificazione del danno ex art. 1223 c.c. una maggior delimitazione. La funzione propria della norma, infatti, – sulla quale non manca il dibattito – consisterebbe nella delimitazione del *quantum* risarcibile una volta dato per presupposto l'inadempimento e il nesso causale. Nella logica contrattualistica allora l'inadempimento vi sarà in tutti i casi in cui, a prescindere dalla fonte dell'obbligo, vi sia una difformità tra l'effetto che doveva conseguirsi con l'esecuzione dell'obbligazione e quello effettivamente realizzati. Il c.d. *criterio di normalità* farà da discriminante tra i danni *ulteriori* risarcibili e quelli che non si possono considerare come tali, prevenendo in tal modo il rischio di ingiusto arricchimento del creditore. Per un approfondimento sul dibattito riguardante l'art. 1223 c.c. e la rilevanza della difformità totale o parziale, della prestazione rispetto al *vinculum* a seconda che la prestazione sia totalmente ineseguita o solamente *inesatta*, che determinerebbe la risarcibilità di quei danni

## 6. Il caso dell'operazione inadeguata: poche decisioni sul punto, ma stessa sostanza

L'art. 21 T.U.F. si è detto implicare in capo all'intermediario anche l'attuazione della regola che impone un giudizio di adeguatezza e appropriatezza dell'operazione rispetto alle caratteristiche del cliente e ai suoi obiettivi di investimento.

In merito alla violazione della regola di adeguatezza e l'esatta ripartizione dell'onere probatorio, finora la Cassazione si è pronunciata in un numero circoscritto di decisioni e, comunque, in misura inferiore rispetto ai casi di violazione degli obblighi informativi. Nonostante ciò, il ragionamento svolto dalla Suprema Corte maggioritaria in questo secondo scenario sarebbe di possibile applicazione anche ai casi di violazione della regola di adeguatezza, che trova anch'essa la propria fonte nella norma inderogabile posta dall'art. 21 T.U.F.

Si è detto come secondo l'orientamento consolidato della Corte l'obbligo informativo in capo all'intermediario debba essere effettivamente adempiuto tanto che la mera violazione, insieme alla prova del danno, determina una presunzione di sussistenza del nesso causale. In un tale contesto, trasponendo la medesima logica delle menzionate decisioni al caso della violazione della regola di adeguatezza, l'unica modalità di tutela effettiva del cliente nel caso di operazione inadeguata risiede nell'obbligo per l'intermediario di astensione dall'esecuzione dell'operazione, ritenendo sussistente la medesima presunzione circa il nesso causale tra la mancata astensione e il danno.

In alcune decisioni, infatti, la Cassazione ha avuto modo di rilevare come, ai sensi dell'art. 28 del reg. Consob vigente al tempo delle decisioni<sup>26</sup>, l'intermediario nei casi in cui l'operazione sia inadeguata rispetto al profilo di rischio del cliente e ai

---

che secondo le norme di *comune esperienza* che siano conseguenza *normale* dell'inadempimento; si veda: P.G. MONATERI, *La responsabilità civile*, nel *Trattato di dir. civ.* diretto da Sacco, 1998, pag. 312 e ss.; A. DI MAJO, *Tutela risarcitoria: alla ricerca di una tipologia*, in *Riv. dir. civ.* 51, 3, 2005; F. REALMONTE, *Il problema del rapporto di causalità nel risarcimento del danno*, Giuffrè, 1967; A. BELFIORE, *Il binomio «causalità giuridica – causalità materiale» e i criteri di determinazione del danno da risarcire*, in *Eur. e dir. priv.*, vol. 1, 2017, pag. 117-166.

<sup>26</sup> L'art. 28, lett., a), Reg. Consob n. 11522, si deve specificare che è attualmente integralmente superato dal Reg. Consob n. 20307 del 2018, ma la maggioranza delle decisioni della Suprema Corte vertono sul testo previgente. Quanto

suoi obiettivi di investimento, deve avvertire prontamente l'investitore delle specifiche ragioni che concretamente rendono l'operazione inadeguata e, soprattutto nei casi in cui l'investitore sia particolarmente propenso al rischio, deve astenersene dall'attuazione. La violazione del dovere di astensione dall'operazione inadeguata determinerebbe pertanto il danno *in re ipsa* perché, salvo prova contraria, la perdita del capitale investito sarebbe logica conseguenza dell'operazione inadeguata eccessivamente rischiosa per il cliente<sup>27</sup>. L'allegazione della violazione della regola di astensione in caso di adeguatezza dell'operazione giustificherebbe non solo, come nel caso di violazione dei doveri informativi, l'attenuazione dell'onere probatorio in capo al cliente *retail* nei termini finora individuati dalla Suprema Corte, ma anche la considerazione che il danno sussista *in re ipsa* senza la necessità che il cliente ne fornisca ulteriore prova. La ragione di ciò si rinviene nel fatto che qualora non vi fosse stata l'iniziativa dell'intermediario verso l'operazione già inadeguata in origine, non ci sarebbe stata alcuna violazione del divieto e, conseguentemente, la perdita non si sarebbe verificata<sup>28</sup>.

---

ritenuto dalla normativa precedente si può considerare in ogni caso attuale in ragione dell'art. 40 del nuovo Reg. Consob.

<sup>27</sup> Già con la decisione del Tribunale di Venezia del 28 febbraio 2008, viene sviluppato il primordio dell'attuale orientamento giurisprudenziale viene specificato che «l'intermediario può legittimamente dar attuazione all'ordine di investimento solo in presenza di determinate condizioni non ricorrendo le quali lo stesso ha l'obbligo di astenersi (...) – altrimenti la condotta dello stesso – deve ritenersi che abbia concorso causalmente alla determinazione del danno». Cass. del 27 aprile 2011, n. 9404, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2011, 1258: «in caso di concretizzazione del rischio che la norma violata tendeva a prevenire, la considerazione del comportamento dovuto e della condotta mantenuta assume decisivo rilievo, e il nesso di causalità che i danni conseguenti a quest'ultima astringe rimane presuntivamente provato». Attualmente tra le varie decisioni sul punto si vuole sottolineare: Cass. del 3 ottobre 2018, n. 42142 e Cass. del 6 marzo 2018, n. 5265, Cass. del 14 novembre 2018, n. 29353; le quali esprimono maggiormente la necessità che il dovere di astensione sia effettivo, generandosi altrimenti una relazione eziologica con il danno *in re ipsa*.

<sup>28</sup> In tal senso analizzando il vecchio Reg. Consob del 1998, la dottrina analizza che l'art. 29 del precedente Reg. Intermediari n. 11522, implichi un dovere di astensione assoluto con relativo nesso causale *in re ipsa*, solo qualora sia l'intermediario a prendere l'iniziativa raccomandando l'operazione inadeguata, mentre qualora vi sia stata dichiarazione di inadeguatezza e conseguente dichiarazione dell'investitore di voler comunque procedere, non possa configurarsi ancora sussistente il dovere di astensione in termini assoluti. Attualmente questa distinzione non ha più gran funzione in quanto, il nuovo regolamento pone l'importanza sull'adeguatezza dell'operazione a seconda del tipo di servizio svolto come si è

Una simile interpretazione della norma che pone la regola di adeguatezza deriva in primo luogo direttamente dall'inderogabilità dell'art. 21 T.U.F., di cui l'art. 28, Reg. Consob costituisce regola *attuativa* e strumentale alla valutazione dell'esatto adempimento secondo la specifica diligenza del servizio di investimento prestato (art. 23, comma 6, T.U.F.). La norma infatti non lascerebbe margini di discrezionalità all'intermediario di adempiere o meno al dovere di astensione, che pertanto non si limiterebbe alle sole ipotesi di operazione inadeguata, ma si estenderebbe ai casi in cui per l'intermediario non sia possibile attuare la valutazione di adeguatezza non essendogli state fornite dall'investitore informazioni ovvero qualora quelle fornite non risultino comunque sufficienti al compimento del giudizio di adeguatezza o meno secondo la diligenza professionale<sup>29</sup>.

In secondo luogo, anche in dottrina si ritiene che il compimento stesso dell'operazione inadeguata sia rilevante di per sé nella determinazione del danno, non solo per il fatto che l'operazione compiuta determinerebbe un risultato contrario agli interessi del cliente, quanto piuttosto perché l'obbligo di astensione assumerebbe una peculiare e autonoma valenza funzionale alla reale tutela del cliente<sup>30</sup>. Questa logica porta a ritenere che

---

sottolineato nel precedente paragrafo. Si veda in particolare G. FACCI, *Il danno da informazione finanziaria inesatta*, Zanichelli, 2013.

<sup>29</sup> Sul punto si sono evidenziate le decisioni: Cass. del 28 febbraio 2018, n. 4727 e Cass. del 6 marzo 2018, n. 5265. La giurisprudenza rileva che proprio nei casi in cui vengano violati i doveri conseguenti alla valutazione di inadeguatezza dell'operazione per il cliente, a maggior ragione si ponga un problema di tutela dell'investitore, in quanto il regime di adeguatezza e – seppur in modalità differenti – pare anche quello di appropriatezza, implicherebbero la necessità per l'intermediario di astenersi dall'esecuzione dell'operazione, potendo eventualmente anche recedere per giusta causa dal contratto – artt. 1722 e 1727 c.c. –. Si vedano inoltre le decisioni precedentemente individuate nell'orientamento maggioritario e in dottrina: M. MAGGIOLLO, *Tutela restitutoria e risarcitoria nella prestazione dei servizi di investimento*, in *Giur. comm.*, fasc. 3, 2010, pag. 390 ss., nella quale viene specificato che «anche le informazioni incomplete o insufficienti possono far scattare l'obbligo di astensione» in virtù della non possibilità di far affidamento su un'informazione palesemente «inattendibile». Nel caso invece in cui manchi una chiarezza nelle informazioni, l'intermediario alternativamente deve chiedere ulteriori informazioni e, qualora risulti inadeguata l'operazione ancora una volta dovrà astenersi dal compimento, in questo ultimo caso l'obbligo di astensione non sarebbe automatico.

<sup>30</sup> Per un approfondimento in dottrina si veda D. MAFFEIS, *Dopo le sezioni unite: l'intermediario che non si astiene restituisce al cliente il denaro investito*, in *www.ilcaso.it*, 2008, il quale approfondisce il tema considerando l'esistenza del danno *in re ipsa* dal fatto che la violazione del dovere da parte dell'intermediario,

per il giudice non si ponga alcuna necessità di valutazione dell'incidenza o meno della mancata informazione di inadeguatezza dell'operazione sulla volontà di investimento del cliente e, quindi, sulla realizzazione del danno per non aver disinvestito il capitale oramai perduto, essendo l'obbligo di astensione dall'esecuzione di un'operazione inadeguata in sé l'unico strumento idoneo a tutelare l'investitore. In terzo luogo, il dovere di astensione troverebbe particolare ragionevolezza nei casi in cui per via della particolare propensione al rischio dell'investitore, anche qualora venisse informato dell'inadeguatezza dell'operazione, sarebbe portato a non desistere dall'investimento inadeguato.

Tale logica di tutela rispondente all'orientamento maggioritario, pur riferendosi alle fattispecie concrete verificatesi precedentemente la disciplina MiFID, sarebbe suscettibile di applicazione anche nell'attuale sistema, in quanto ai sensi degli artt. 40 e ss. del Reg. Consob n. 20307, l'ordinamento prevede che i servizi di investimento e gli strumenti finanziari raccomandati debbano essere <<adeguati al cliente o potenziale cliente (...) in funzione della sua tolleranza al rischio e della sua capacità di sostenere perdite>><sup>31</sup>. In tal senso parrebbe chiaro che l'inter-

---

risulti contraria all'interesse del cliente che doveva essere perseguito. Si veda inoltre B. INZITARI, *Violazione del divieto di agire in conflitto d'interessi nella negoziazione di strumenti finanziari*, [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it), 2009, nel quale l'autore sul punto precisa che ponendosi anche nel caso di operazione adeguata un divieto di procedere con la stessa rinvenibile dalla legge, così come nel caso del conflitto di interesse, si genera un danno *in re ipsa* derivate dal fatto che l'intermediario «non ha adempiuto agli specifici obblighi impostigli dalla disciplina legislativa e regolamentare». Ai sensi dell'art. 1222 c.c. infatti, la violazione delle obbligazioni di non fare – come il dovere di astensione in caso di operazione inadeguata – «costituisce di per sé inadempimento» rendendo irrilevante ogni indagine sulla sussistenza del nesso di causalità. La sostanza dei due contributi non muta, anzi, si può affermare che ogniqualvolta il debitore si comporti *contra lege*, la stessa omissione per la struttura del rapporto, determini la contrarietà all'interesse del creditore – interessato all'*esatto* adempimento –. Solo in questo modo le regole di condotta imposte dall'art. 21 T.U.F. potrebbero essere funzionali alla formazione della genuina volontà di investimento per il cliente.

<sup>31</sup> In tal senso tra i più recenti contributi in dottrina è possibile approfondire sul punto M. DE MARI, *Diritto delle imprese e dei servizi di investimento*, Cedam, 2018, pag. 212 e ss; inoltre F. ANNUNZIATA, *Il recepimento di MiFID II: uno sguardo di insieme tra continuità e discontinuità*, in *Riv. soc.*, n. 4, 2018, in cui si ammette che nel nuovo regime MiFID II gli obblighi informativi relativi alla profilatura del cliente, attivi e passivi, sarebbero maggiormente profondi rispetto al passato. Tra le informazioni rilevanti nella profilatura del cliente vi sarebbe anche

mediario debba attuare tutti quei doveri comportamentali – pertanto non solo informativi<sup>32</sup> – necessari alla concretizzazione del paradigma sancito dall’art. 21 T.U.F. e che la propensione al rischio del cliente, nonché la sua capacità di sopportazione delle eventuali perdite, debba essere uno dei principali fattori sulla quale l’intermediario dovrebbe fondare la valutazione di adeguatezza o meno dell’operazione. La propensione al rischio medio-alta del cliente non sarebbe più mero elemento sulla quale fondare l’intero giudizio di non responsabilità dell’intermediario ovvero essere l’unico fattore idoneo a interrompere il nesso causale tra la violazione del dovere di astensione e il danno *in re ipsa*, ma fattore determinante l’attuazione del dovere di astensione dall’operazione inadeguata<sup>33</sup>.

La *ratio* sottostante il ragionamento della Cassazione trova spazio solo superando la concezione dell’*homo aeconomicus*<sup>34</sup> per cingersi ad un approccio più realista, in quanto in sé l’avvertimento di inadeguatezza o inappropriatezza dell’operazione potrebbe non essere sufficiente a rendere l’investitore consapevole

---

la sua tolleranza al rischio, non bastando più la valutazione dei caratteri di «esperienza, conoscenza, situazione finanziaria, obiettivi di investimento» del cliente.

<sup>32</sup> L’art. 40 del citato Reg. Consob, come si è sottolineato prevede infatti che l’adeguatezza dell’operazione possa essere compiuta solo se l’intermediario ottiene dal cliente delle informazioni ben precise che consistono sostanzialmente in quelle che si classificano come attive e passive. Queste informazioni che consistono nella «conoscenza ed esperienza in materia di investimenti riguardo al tipo specifico di strumento o di servizio, situazione finanziaria, inclusa la capacità di sostenere le perdite, obiettivi di investimento, inclusa la tolleranza al rischio», funzionali parametri di valutazione dell’adeguatezza dell’operazione. Tali informazioni si riferiscono alla fase iniziale del rapporto ma devono essere costantemente monitorate nella fase esecutiva dall’intermediario insieme alle informazioni cui si riferisce l’art. 36 del Regolamento. L’attuazione di questo plesso di doveri verrebbe completata mediante l’obbligo di astensione, idoneo a curare il miglior interesse del cliente.

<sup>33</sup> Il soggetto qualificato anche solo con una profilatura «medio – alta» di rischio secondo la Suprema Corte non determinerebbe infatti l’esonero per l’intermediario dalla valutazione di adeguatezza dell’operazione rispetto alle sue caratteristiche personali e obiettivi di investimento ma anzi implicherebbe il dovere di astensione dall’operazione inadeguata ossia il recesso dal contratto al fine di proteggere effettivamente la posizione del cliente che presumibilmente acquisterebbe comunque il prodotto anche se informato dell’inadeguatezza. Sul punto si vuole far riferimento in particolare la decisione Cass. del 6 marzo 2018, n. 5265 e tra le più recenti si sottolinea la Cass. del 16 novembre 2018, n. 29607 che evidenzia la questione in modo simile.

<sup>34</sup> Per un approfondimento da autorevole dottrina si veda N. MOLONEY, *How to Protect Investors. Lessons from the EC and the UK*, Cambridge, 2010, 45 ss.



delle conseguenze sul rapporto di rischio/rendimento per un determinato prodotto, pertanto non essendo sempre in grado neppure di comprendere la reale portata dell'inadeguatezza stessa, l'avvertimento non basterebbe a rendere l'operazione adeguata. La considerazione che il prodotto debba essere *già adeguato* nel momento in cui viene raccomandato od offerto risponde al miglior interesse del cliente, interessato al raggiungimento di un guadagno dall'operazione e non invece all'assunzione di un rischio di perdita che non sarebbe in grado di sopportare. Questa lettura del fenomeno derivante dall'orientamento maggioritario della Suprema Corte considera l'obbligo di informazione, e l'intero plesso di regole in capo all'intermediario, come i reali *cofattori*<sup>35</sup> della decisione di investimento del cliente, pertanto – nei termini anzidetti – suscettibili di determinare un danno in capo all'investitore derivante dalla mera violazione della norma, essendo l'intero plesso di regole desumibili dagli artt. 21 e 23 T.U.F. *naturalmente interne* alla fattispecie e incidenti sulla volontà del cliente, tanto da determinare un vizio per mancanza del consenso informato e un danno, salvo prova contraria allegabile dall'intermediario.

7. Pare opportuno, a mo' di appendice del lavoro, riportare in massima alcuni dei principi espressi dalla Suprema Corte.

Cass., Sez. I, del 24 settembre 2018, n. 22464 (Pres. Cristiano – Rel. Tricomi)

*In tema di risarcimento del danno per la perdita del capitale investito in virtù dell'acquisto di un prodotto finanziario, l'intermediario deve provare di aver adempiuto positivamente agli obblighi informativi relativi anche al grado effettivo di rischiosità dell'operazione. Qualora tale prova non venga fornita appare evidente che il nesso di causalità possa essere ricostruito in via presuntiva.*

Cass., Sez. I, del 4 ottobre 2018 (Pres. Campanile – Rel. Dolmetta)

*L'obbligo informativo assume in sé rilievo determinante, essendo diretto ad assicurare scelte di investimento realmente consapevoli. In assenza di tale consenso informato il sinallagma del singolo negozio di inve-*

---

<sup>35</sup> Il termine viene coniato dalla già citata Cass. del 18 maggio 2017, n. 12544.

*stimento manca di trovare attuazione perché la prestazione dell'informazione sui termini di rischio dell'operazione specifica, si pone come momento in sé funzionale alla conoscenza effettiva dell'investimento.*

Cass., Sez. I, del 14 novembre 2018, n. 29353 (Pres. De Chiara – Rel. Lamorgese)

*Si può ravvisare in re ipsa il danno consistente nella perdita della somma investita a causa di un investimento inadeguato, che presumibilmente il cliente non avrebbe autorizzato se fosse stato informato in modo corretto. L'inosservanza dei doveri informativi sarebbe pertanto in sé fattore di disorientamento dell'investitore condizionato in modo scorretto nelle sue scelte d'investimento.*

Cass., Sez. I, del 16 novembre 2018, n. 29607 (Pres. De Chiara – Rel. Lamorgese)

*L'inadeguatezza dell'operazione comporta un alleggerimento dell'onere probatorio gravante sull'investitore ai fini dell'esercizio dell'azione risarcitoria. Tanto che anche a fronte di un'operazione adeguata, la mancata fornitura di informazioni esaurienti e appropriate sulla tipologia e caratteristiche del prodotto finanziario, è indice di una scelta non consapevole da parte dell'investitore i cui effetti pregiudizievoli non devono essere ascritti alla sua volontà.*

Cass., Sez. I, del 21 novembre 2018, n. 30104 (Pres. Cristiano – Rel. Valitutti)

*L'esperienza dell'investitore in materia finanziaria devono orientare la selettività delle informazioni che l'intermediario deve fornire, dirigendosi nel caso verso quelle specifiche e non generalmente accessibili, in quanto più elevato è il rischio dell'investimento, maggiormente puntuali devono essere le informazioni da fornire. Non rileva che in sede di stipula del contratto l'investitore abbia dichiarato di aver acquisito un'esperienza "alta".*

Cass., Sez. I, del 29 gennaio 2019, n. 2464 (Pres. Cristiano – Rel. Valitutti)

*Si deve ritenere sussistente in via presuntiva l'esistenza del nesso causale tra l'accertato inadempimento degli obblighi informativi da parte della banca e il pregiudizio subito dagli investitori. La mancanza di informazioni dovute al cliente da parte della banca, è idonea a generare una presunzione di riconducibilità alla stessa dell'operazione finanziaria, costituendo inoltre fattore di disorientamento dell'investitore che ne è condizionato nella scelta d'investimento.*