

PUBBLICAZIONE TRIMESTRALE

ISSN: 2279-9737

**Rivista**  
**di Diritto Bancario**

dottrina  
e giurisprudenza  
commentata

APRILE/GIUGNO

2018

[rivista.dirittobancario.it](http://rivista.dirittobancario.it)

## **DIREZIONE SCIENTIFICA**

FILIPPO SARTORI, STEFANO AMBROSINI, SANDRO AMOROSINO,  
FILIPPO ANNUNZIATA, SIDO BONFATTI, FRANCESCO CAPRIGLIONE,  
ALFONSO CASTIELLO D'ANTONIO, PAOLOEFISIO CORRIAS, FULVIO  
CORTESE, MATTEO DE POLI, RAFFAELE DI RAIMO, ALDO ANGELO  
DOLMETTA, ALBERTO GALLARATI, UGO PATRONI GRIFFI, BRUNO  
INZITARI, MARCO LAMANDINI, RAFFAELE LENER, PAOLA  
LUCANTONI, ALBERTO LUPOI, DANIELE MAFFEIS, LUCA  
MANDRIOLI, RAINER MASERA , ALESSANDRO MELCHIONDA,  
ROBERTO NATOLI, ELISABETTA PIRAS, MADDALENA RABITTI,  
GIUSEPPE SANTONI, MADDALENA SEMERARO, ANTONELLA  
SCIARRONE ALIBRANDI, FRANCESCO TESAURO

## **DIREZIONE ESECUTIVA**

ALBERTO GALLARATI, PAOLA LUCANTONI, LUCA MANDRIOLI,  
ELISABETTA PIRAS, FRANCESCO QUARTA, MADDALENA  
SEMERARO

## **COMITATO EDITORIALE**

FRANCESCO ALBERTINI, FRANCESCO AUTELITANO, STEFANO DAPRÀ,  
EUGENIA MACCHIAVELLO, UGO MALVAGNA, MASSIMO MAZZOLA,  
MANILA ORLANDO, CARLO MIGNONE, EDOARDO RULLI, STEFANIA  
STANCA

## **NORME PER LA VALUTAZIONE E LA PUBBLICAZIONE**

LA RIVISTA DI DIRITTO BANCARIO SELEZIONA I CONTRIBUTI OGGETTO DI PUBBLICAZIONE SULLA BASE DELLE NORME SEGUENTI.

I CONTRIBUTI PROPOSTI ALLA RIVISTA PER LA PUBBLICAZIONE VENGONO ASSEGNATI DAL SISTEMA INFORMATICO A DUE VALUTATORI, SORTEGGIATI ALL'INTERNO DI UN ELENCO DI ORDINARI, ASSOCIATI E RICERCATORI IN MATERIE GIURIDICHE, ESTRATTI DA UNA LISTA PERIODICAMENTE SOGGETTA A RINNOVAMENTO.

I CONTRIBUTI SONO ANONIMIZZATI PRIMA DELL'INVIO AI VALUTATORI. LE SCHEDE DI VALUTAZIONE SONO INVIATE AGLI AUTORI PREVIA ANONIMIZZAZIONE.

QUALORA UNO O ENTRAMBI I VALUTATORI ESPRIMANO UN PARERE FAVOREVOLE ALLA PUBBLICAZIONE SUBORDINATO ALL'INTRODUZIONE DI MODIFICHE AGGIUNTE E CORREZIONI, LA DIREZIONE ESECUTIVA VERIFICA CHE L'AUTORE ABBA APPORTATO LE MODIFICHE RICHIESTE.

QUALORA ENTRAMBI I VALUTATORI ESPRIMANO PARERE NEGATIVO ALLA PUBBLICAZIONE, IL CONTRIBUTO VIENE RIFIUTATO. QUALORA SOLO UNO DEI VALUTATORI ESPRIMA PARERE NEGATIVO ALLA PUBBLICAZIONE, IL CONTRIBUTO È SOTTOPOSTO AL COMITATO ESECUTIVO, IL QUALE ASSUME LA DECISIONE FINALE IN ORDINE ALLA PUBBLICAZIONE PREVIO PARERE DI UN COMPONENTE DELLA DIREZIONE SCELTO RATIONE MATERIAE.

**SEDE DELLA REDAZIONE**

UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI TRENTO, FACOLTÀ DI GIURISPRUDENZA, VIA VERDI 53,  
(38122) TRENTO – TEL. 0461 283836

## Oltre la violazione dei doveri informativi nei servizi di investimento. La Cassazione e il nesso di causalità

**SOMMARIO:** 1. La richiesta risarcitoria come rimedio usualmente utilizzato dalla prassi a fronte del riscontro della violazione dei doveri informativi da parte dell'intermediario. – 2. Le prime risposte della Cassazione sul punto del nesso di causalità. – 3. Generalità della recente evoluzione. – 4. Un orientamento minoritario: l'investitore ha l'onere di provare il nesso sulla base di un giudizio controfattuale di causalità alternativa ipotetica. – 5. Un altro orientamento minoritario, più "aperto": il giudizio di causalità alternativa ipotetica va svolto sulla scorta del paradigma del "più probabile che non". – 6. L'orientamento maggioritario: presunzione di sussistenza del nesso di causalità. – 7. (*Segue.*) Sue sfumature interne: variazioni sulla presunzione. – 8. Osservazioni conclusive. – 9. Sette massime tratte dalle decisioni di cui si è discusso.

1. È ben nota la mole di contenzioso suscitata dalla prestazione dei servizi di investimento verso la clientela *retail*; ed è altrettanto conosciuto il fatto che tale contenzioso viene per lo più a gravitare su assunte violazioni da parte degli intermediari di doveri comportamentali, in punto di informazione e assistenza nel compimento degli investimenti<sup>1</sup>.

Nel contesto di questo tipo di controversie – che seguono lo schema di base secondo cui il risparmiatore perde il capitale malamente investito, e intende in seguito recuperare almeno parte di tale perdita, come provocata dalle assunte violazioni dell'intermediario –, le domande giudiziarie hanno in un primo momento preso le forme di richieste restitutorie ancorate alla struttura della nullità. L'utilizzabilità di tale struttura è stata però esclusa ormai un decennio fa dalle Sezioni

---

<sup>1</sup> Il formante giurisprudenziale su contenuto ed estensione dei doveri informativi, come posti dall'art. 21 T.U.F. in combinato con la normativa secondaria di cui al regolamento intermediari (in specie, il reg. 11522 del '98, abrogato e che tuttavia regola le fattispecie oggi all'esame della Cassazione), ha oggi raggiunto un buon livello di maturazione. In estrema sintesi, tali obblighi richiedono di essere assolti: a) con informazioni specifiche, ritagliate sul singolo prodotto oggetto di investimento; b) di volta in volta, per ogni singolo ordine; c) con riguardo a tutti i tipi di servizi di investimento. Tra le tante in tal senso, si veda la recente Cass., 16 febbraio 2018, n. 3914, reperibile – come tutte pronunce degli ultimi cinque anni oggetto di citazione nel prosieguo – sulla banca dati della Cassazione aperta al pubblico (<http://www.italgiure.giustizia.it/sncass/>).

Unite della Cassazione, le quali hanno dapprima ripreso una distinzione, propria della dottrina civilistica tradizionale, intesa a sceverare norme di comportamento e norme che incidono sulla validità dei negozi, per poi escludere, con specifico riguardo al sub-sistema dell'intermediazione finanziaria, che una qualsiasi violazione informativa possa determinare la nullità dell'investimento<sup>2</sup>.

L'alternativa struttura risolutoria che – pur nelle sue peculiarità<sup>3</sup> – avrebbe potuto sostenere i *petita* restitutori in discorso (arg. *ex art.* 1463), ed era certo compatibile con l'indicazione dell'organo nomofilattico, è invece rimasta a lungo di dubbia utilizzabilità, specie nel poter indirizzarsi la risoluzione solamente agli ordini di investimento cui le violazioni erano riferite, e non anche al contratto cd. quadro<sup>4</sup>.

---

<sup>2</sup> Il riferimento va ovviamente a Cass., SS. UU., 19 dicembre 2007, nn. 26724, 26725. Si deve prescindere in questa sede dal rendere compiutamente conto del dibattito che tali arresti hanno suscitato; nondimeno, può segnalarsi il suo più recente esito. Annotando Cass., 31 luglio 2017, n. 19013, la quale ha statuito la nullità per immeritevolezza di un contratto di *interest rate swap* privo di reale funzione di copertura (precisando che «la clausola generale del necessario operare nell'interesse del cliente investitore [viene] in rilevanza per la valutazione di meritevolezza degli interessi perseguiti»), Maffei rileva che «Nel comparto dei servizi di investimento, Cass., n. 19013 dà continuità alle nullità per immeritevolezza di *My Way* e *For You* e porta adesso le regole dell'art. 21 T.U.F. fra i requisiti di meritevolezza dell'operazione di investimento consistente in un *interest rate swap*, e così facendo, condivisibilmente [...] supera [...] il percorso indicato dalle Sezioni Unite della Cassazione nel 2007 [...], e lo fa, convintamente, in buona compagnia, in particolare in perfetta sintonia con le richiamate sentenze del luglio 2017 in tema di nullità del mutuo fondiario» (MAFFEIS, Dum loquimur fugerit invidia aetas: *lo swap in Cassazione, prima di MiFiD II e in attesa delle probabilità*, in *Banca borsa titoli di credito*, 2018, II, 13).

<sup>3</sup> Di là dalle differenze teoriche e concettuali, il distacco maggiore è certo segnato dalla norma di cui all'art. 1455 c.c. («Il contratto non si può risolvere se l'inadempimento di una delle parti ha scarsa importanza, avuto riguardo all'interesse dell'altra»).

<sup>4</sup> La situazione pare oggi mutata, a seguito di un'evoluzione giurisprudenziale che può dirsi compiuta e che parrebbe idonea a reindirizzare l'operatività. La svolta è riconducibile a Cass., 23 maggio 2017, n. 12937, in cui si legge che «a fronte dell'inadempimento dell'intermediario degli obblighi imposti dalla normativa di legge e di regolamento Consob, l'investitore, contraente non inadempiente, ben può agire per la sola risoluzione dei singoli ordini di investimento nei quali il detto inadempimento si è consumato, fermo comunque restando il necessario riscontro che trattasi, in concreto, di inadempimento di non scarsa importanza rispetto all'ordine

Alla luce di tali indicazioni del diritto vivente, gli operatori hanno orientato le loro seguenti domande nella direzione della richiesta risarcitoria, ricorrendo dunque alla corrispondente struttura della responsabilità, in specie contrattuale<sup>5</sup>.

Su questo diverso itinerario, l'interprete, che pur si poteva avvalere della chiara indicazione normativa dell'art. 23, comma 6°, del T.U.F.<sup>6</sup>, ha incontrato i problemi caratteristici della struttura della responsabilità. Se infatti, secondo l'originaria prospettiva della nullità, all'accertamento della violazione dell'intermediario conseguiva, in modo per così dire automatico, il risultato utile per il cliente (*i.e.*, la ripetizione del capitale investito), lo stesso non può dirsi per la struttura della responsabilità. Essa richiede, tra le altre cose, di indagare la sussistenza del nesso di causalità tra condotta del danneggiante e perdita sofferta dal danneggiato, e prima ancora di risolvere il nodo circa la spettanza del relativo onere probatorio; tale nodo si è così proposto all'attenzione degli interpreti.

2. Su tale specifico punto la prima risposta della Cassazione interviene nel 2009; la Corte chiarisce che, accertato l'inadempimento dell'intermediario, è onere del cliente-investitore provare la sussistenza della relazione eziologica tra detto inadempimento e il danno sofferto<sup>7</sup>.

---

per il quale si è verificato». Tale principio è da ultimo confermato in Cass., 19 aprile 2018, n. 9763.

<sup>5</sup> La natura cd. contrattuale della responsabilità dell'intermediario per violazioni commesse nella fase successiva alla stipulazione del contratto-quadro era stata già chiarita dalle decisioni delle Sezioni Unite (nt. 2): «La violazione dei doveri dell'intermediario riguardanti invece la fase successiva alla stipulazione del contratto d'intermediazione può assumere i connotati di un vero e proprio inadempimento (o non esatto adempimento) contrattuale». Per una più recente conferma, v. Cass., 23 maggio 2015, n. 10640.

<sup>6</sup> «Nei giudizi di risarcimento dei danni cagionati al cliente nello svolgimento dei servizi di investimento e di quelli accessori, spetta ai soggetti abilitati l'onere della prova di aver agito con la specifica diligenza richiesta». Disponevano analogamente già l'art. 18, comma 5°, d. lgs. 415/1996 (cd. decreto Eurosim) e, prima ancora, l'art. 13, comma 10°, d. lgs. 1/1991 (cd. legge Sim), in cui però il riferimento andava alla «diligenza del mandatario».

<sup>7</sup> Cass., 17 febbraio 2009, n. 3773, in *Banca borsa titoli di credito*, 2012, II, 38.

Tale *regula iuris* si consolida negli anni seguenti, e non si rinviene fino a tutto il 2015 alcun arresto extravagante<sup>8</sup>.

La sola ulteriore specificazione che la Corte apporta a tale principio di diritto consiste nell'affermazione che l'investitore può avvalersi anche di presunzioni semplici al fine di dimostrare la relazione eziologica. Nel motivare tale passaggio – che non pare in sé dotato di particolare novità, considerato che le presunzioni semplici sono ammesse in ogni situazione di asserita lesione patrimoniale –, la Corte fa leva su una pronuncia in materia di risarcimento del danno prodotto all'assicurato da condotte anticoncorrenziali dell'assicuratore<sup>9</sup>.

Certo il principio di diritto sopra enunciato fornisce una chiara indicazione circa l'allocazione dell'onere della prova inerente al nesso di causalità; è anche opportuno rilevare, però, che l'arresto non dedica a tale questione particolare approfondimento. Invero, proprio nella parte in cui alloca sull'investitore l'onere di provare la relazione eziologica, la decisione in discorso fa espressamente perno sull'applicazione, nello speciale contesto in esame, della regola di ripartizione degli oneri probatori valida in generale per la struttura civilistica della responsabilità cd. contrattuale<sup>10</sup>.

Insomma deve osservarsi che nella lettura in esame – nel prosieguo identificata come lettura “originaria” –, la peculiare protezione del cliente, imposta dalla disciplina di cui al Testo Unico della Finanza in combinato con il Regolamento Consob Intermediari, si esaurisce nell'accento sul rigore con cui l'intermediario deve fornire la prova

---

<sup>8</sup> Conferme si hanno in Cass., 29 ottobre 2010, n. 22147; Cass., 19 ottobre 2012, n. 18039; Cass., 30 gennaio 2013, n. 2185; Cass., 12 giugno 2014 n. 13881; 26159; Cass., 12 dicembre 2014, n. 26159; Cass., 6 marzo 2015, n. 4620; Cass., 17 aprile 2015, n. 7922; Cass., 16 ottobre 2015, n. 21711, tutte reperibili su [www.iusexplorer.it](http://www.iusexplorer.it).

<sup>9</sup> La sentenza richiamata è Cass., 2 febbraio 2007, n. 2305, in [www.iusexplorer.it](http://www.iusexplorer.it), ove si legge: «In siffatta azione l'assicurato ha l'onere di allegare la polizza assicurativa contratta [...] e l'accertamento, in sede amministrativa, dell'intesa anticoncorrenziale [...], ed il giudice potrà desumere l'esistenza del nesso causale tra quest'ultima ed il danno lamentato anche attraverso criteri di alta probabilità logica o per il tramite di presunzioni, senza però omettere di valutare gli elementi di prova offerti dall'assicuratore che tenda a provare contro le presunzioni o a dimostrare l'intervento di fattori causali diversi... ».

<sup>10</sup> «Sì che, applicando il principio sull'onere della prova nella materia contrattuale enunciato dalle Sezioni unite (Sentenza n. 13533 del 30/10/2001) l'investitore dovrà [...] fornire la prova del danno e del nesso di causalità». Il riferimento della Corte va alla notissima Cass., SS. UU., 30 ottobre 2001, n. 13533, in *Contratti*, 2002, 2, 113.

dell'adempimento, con la specifica diligenza richiesta, dei doveri informativi posti a suo carico (accento posto dal già descritto art. 23, comma 6°, T.U.F.).

3. Dal 2016 e fino a oggi si assiste a un aumento esponenziale del numero delle pronunce della Cassazione in tema di responsabilità risarcitoria degli intermediari; giungono infatti all'esame della Suprema Corte una grande quantità di controversie attivate da clientela *retail* e relative alle negoziazioni di titoli del debito pubblico argentino, nonché di obbligazioni Cirio e Parmalat, avvenute a breve distanza temporale dai rispettivi *defaults* finanziari<sup>11</sup>.

Al notevole aumento del numero delle decisioni in materia si accompagna una diffusa maggiore attenzione verso il punto specifico del nesso di causalità; lo stesso assume, per così dire, autonomo rilievo. Infatti, di là da un certo filone di decisioni, il quale si limita a protrarre la lettura originaria, senza apporti argomentativi e invero stancamente riportando il principio di diritto affermato nella sentenza del 2009 e nelle successive conformi<sup>12</sup>, gli arresti della Corte dedicano ora particolare approfondimento al problema della relazione eziologica tra l'inadempimento dell'intermediario e il danno patito dal cliente.

A seguito di tale approfondimento le posizioni della Corte si differenziano e si apre così il dibattito. A oggi tale dibattito non può dirsi composto; risulta tuttavia, specie muovendo verso i tempi più

---

<sup>11</sup> La statistica non può certo essere precisa; tuttavia il dato pare piuttosto evidente. Nella nota banca dati [www.iusexplorer.it](http://www.iusexplorer.it) si passa dalle 8-10 pronunce l'anno per il periodo 2013-2015 alle 35-40 pronunce l'anno per il periodo 2016-2017. Al momento di licenziare questo lavoro si contano già 29 pronunce per l'anno 2018. Il fatto che molte di tali decisioni riguardino la negoziazione di obbligazioni argentine, Cirio e Parmalat, traspare poi agevolmente sol che si scorra la parte in fatto di tali arresti.

<sup>12</sup> «Nelle azioni di responsabilità per danni subiti dall'investitore [...] l'investitore ha l'onere di allegare inadempimento delle citate obbligazioni da parte dell'intermediario, nonchè fornire la prova del danno e del nesso di causalità fra questo e l'inadempimento, anche sulla base di presunzioni [...] (Cass. 17 febbraio 2009, n. 3773, al riguardo confermata da Cass. 29 ottobre 2010, n. 22147)». Così Cass., 19 gennaio 2016, n. 810. Del tutto analoghe sono Cass., 12 febbraio 2016, n. 2816; Cass., 15 marzo 2016, n. 5089; Cass., 3 gennaio 2017, n. 29; Cass., 31 gennaio 2489, n. 2017; Cass., 31 maggio 2017, n. 13763; Cass., 9 agosto 2017, n. 19750; Cass., 9 agosto 2017, n. 19760; Cass., 19 dicembre 2017, n. 30492; Cass., 30 marzo 2018, n. 7963; Cass., 10 aprile 2018, n. 8751; Cass., 4 maggio 2018, n. 10800; Cass., 14 maggio 2018, n. 11700.

recenti, essere orientato verso una posizione maggioritaria, la quale si rafforza per mezzo di una notevole e significativa rete di richiami giurisprudenziali. Il tratto connotativo di tale posizione si rinviene certo nell'aver fissato una presunzione di sussistenza della relazione eziologica tra inadempimento dell'intermediario ai doveri informativi e danno patito dal cliente; in altre parole, l'onere della prova inerente al nesso di causalità è allocato sull'intermediario, e si concreta come prova dell'insussistenza di tale nesso, altrimenti presunto<sup>13</sup>. Prima di esaminare l'orientamento maggioritario è opportuno però dare conto dei due indirizzi minoritari con cui lo stesso si confronta.

4. Nell'approfondire dunque lo specifico punto del nesso di causalità, un primo minoritario orientamento si muove nel segno della lettura originaria, nella parte in cui alloca l'onere di provare il nesso eziologico sul cliente.

Sul punto delle modalità di tale accertamento, tuttavia, aggrava notevolmente la posizione di quest'ultimo, nella parte in cui richiede che la relazione eziologica sia provata non già per mezzo di presunzioni semplici, bensì sulla scorta di un rigoroso giudizio controfattuale di causalità alternativa ipotetica<sup>14</sup>. In buona sostanza, vertendosi in un'ipotesi di causalità omissiva – in quanto è da verificare se il danno sia direttamente ascrivibile all'omissione di informazioni dovute –, il cliente dovrà dimostrare che lo stesso non si sarebbe prodotto se l'intermediario avesse adempiuto ai suoi doveri; tale condotta avrebbe

---

<sup>13</sup> Per cogliere subito la rilevanza di tale passaggio, che sarà nel prosieguo approfondito, si tenga a mente che la ripartizione degli oneri probatori vale come «regola di giudizio», nel senso che «distribuisce tra le parti il *rischio della mancata prova* [corsivi dell'a.]» (così CONSOLO, *Spiegazioni di diritto processuale civile*, II, Torino, 2017, 304).

<sup>14</sup> «Per quanto in particolare concerne il nesso di causalità, deve considerarsi che ove venga in questione una responsabilità per omissione, il giudice, nel valutare la c.d. causalità omissiva, dovrà verificare che l'evento non si sarebbe verificato se l'agente (nella specie: l'intermediario) avesse posto in essere la condotta doverosa impostagli, con esclusione di fattori alternativi, ed il relativo accertamento deve essere condotto attraverso l'enunciato controfattuale, ponendo al posto dell'omissione il comportamento alternativo dovuto, onde verificare se la condotta doverosa avrebbe evitato il danno lamentato dal danneggiato». Così Cass., 25 ottobre 2017, n. 25335. Conformi Cass., 3 novembre 2017, n. 26191; Cass., 9 marzo 2018, n. 5837; Cass., 20 marzo 2018, n. 6962; Cass., 21 maggio 2018, n. 12456.

infatti direttamente determinato la desistenza dal compimento di quella specifica operazione, e il conseguente mancato verificarsi della perdita patrimoniale.

È da notare come in tali arresti, al fine di escludere la responsabilità dell'intermediario, si dia particolare rilievo alla «propensione al rischio dell'investitore», ovvero alla sua inclinazione verso prodotti di taglio speculativo accertata nei gradi di merito<sup>15</sup>. Il ragionamento si articola, cioè, in questo modo: posto il paradigma della causalità alternativa ipotetica, lo specifico cliente, anche qualora debitamente informato sui particolari tratti di pericolosità dell'investimento, lo avrebbe compiuto lo stesso, in quanto mosso da un intento speculativo o comunque propenso al rischio; è così esclusa l'ascrivibilità del danno alla condotta inadempiente dell'intermediario.

5. Si deve poi dar conto di un secondo indirizzo, esso pure numericamente minoritario<sup>16</sup>. Che si iscrive nel solco tracciato dalla lettura originaria, in quanto grava l'investitore dell'onere circa la prova

---

<sup>15</sup> «La violazione di un obbligo informativo, per quanto possa assumere rilievo eziologico nel giudizio di danno, non autorizza a ritenere che la perdita economia dipenda proprio dall'inadempimento di detto obbligo; basti pensare al caso in cui l'investitore sia persona con alta propensione a operazioni speculative: in tale evenienza sarà ragionevole supporre che l'interessato, benché informato della rischiosità del prodotto finanziario che intende acquistare avrebbe deciso comunque di procedere all'investimento». Così, di nuovo, Cass., 25 ottobre 2017, n. 25335.

La vicenda che nei suoi tratti essenziali si presenta con altissima frequenza negli arresti in esame è la seguente. Secondo l'accertamento di fatto formatosi nei giudizi di merito, il cliente ha ordinato il compimento di un'operazione cd. inadeguata; l'intermediario ha solo genericamente comunicato al cliente la ravvisata inadeguatezza, senza in alcun modo circostanziare tale informazione, ottenendo poi la conferma scritta dell'ordine. Tale condotta – secondo l'orientamento consolidato espresso in Cass., 6 giugno 2016, n. 11578, e confermato di recente da Cass., 3 agosto 2017, n. 19417 –, viola la «sequenza procedimentale» prescritta dall'art. 29, comma 3°, reg. 11522/1998, che obbliga l'intermediario a fornire un'informazione *specificata* e opportunamente circostanziata circa le ragioni dell'inadeguatezza, e a ottenere poi l'eventuale conferma scritta del cliente.

Da un lato dunque è accertata con una certa stabilità la violazione degli obblighi informativi da parte dell'intermediario; dall'altro, è con altrettanta stabilità appurato che l'investitore, pur ignaro delle ragioni di rischio, abbia in una certa misura insistito per compiere tale operazione (ricorre appunto l'espressione «propensione al rischio»).

<sup>16</sup> Cass., 3 giugno 2016, n. 11466; Cass., 17 agosto 2016, n. 17138; Cass., 24 aprile 2018, nn. 10111 e 10115.

del nesso di causalità, affiancandosi poi al primo indirizzo minoritario descritto nella condivisione del modello della causalità alternativa ipotetica. Si distingue tuttavia da tale ultimo indirizzo nel punto in cui precisa che il giudice deve svolgere la valutazione della prova circa la relazione eziologica sulla scorta del parametro del «più probabile che non»<sup>17</sup>.

Se è forse lecito, dal punto di vista teorico, dubitare dell'autonomia di quest'ultima distinzione – nella misura in cui il parametro del «più probabile che non» pare oggi costituire la regola generale circa l'accertamento del nesso di causalità con riguardo ai giudizi di responsabilità<sup>18</sup> –, va però segnalato che, osservando più da vicino questo secondo filone di decisioni, si avverte, rispetto al primo indirizzo minoritario, una sensibile differenza in punto di esiti concreti. Infatti in situazioni in cui pure è accertata la propensione al rischio del cliente, si dà spiccato rilievo alla «consistenza dell'informazione omessa» e ad

---

<sup>17</sup> Si riporta di seguito un passaggio che si rinviene in entrambe le pronunce più recenti espressioni di tale filone (v. sopra nota 16): «grava sul cliente investitore l'onere della prova del nesso di causalità tra l'inadempimento e il danno: onere della prova la cui osservanza, versandosi in ipotesi di causalità omissiva, va scrutinata, in ossequio alla regola del *'più probabile che non'*, attraverso l'impiego del giudizio controfattuale, e, cioè, collocando ipoteticamente in luogo della condotta omessa quella legalmente dovuta, sì da accertare, secondo un giudizio necessariamente probabilistico condotto sul modello della prognosi postuma, giudizio che ben può muovere dalla stessa consistenza dell'informazione omessa (Cass. n. 12544/2017), riguardata attraverso la lente dell'*id quod plerumque accidit*, se, ove adeguatamente informato, l'investitore avrebbe desistito dall'investimento rivelatosi poi pregiudizievole. Tale giudizio per sua natura non si presta alla prova diretta, ma solo a quella presuntiva, occorrendo desumere (nel rispetto del paradigma di gravità, precisione e concordanza previsto dall'art. 2729 c.c.) dai fatti certi emersi in sede istruttoria se l'investitore avrebbe tenuto una condotta, quella consistente nel recedere all'investimento, ormai divenuta nei fatti non più realizzabile (Cass. n. 17194/2016) [corsivi originali]».

<sup>18</sup> Lo riconosce di recente Cass., 17 settembre 2013, n. 21255 (sul noto caso Cir-Fininvest), in *Danno e Resp.*, 2014, 2, 123, in cui si distingue tra la regola «penalistica dell'alto grado di probabilità logica/conoscenza razionale e [...] quella civilistica del più probabile che non», precisando poi che «I criteri etiologici di struttura della regolarità causale – integrato dal rischio tipico e dallo scopo della norma violata –, e di funzione – il più probabile che non – non sono altro che 'criteri di opportunità' attraverso i quali il diritto seleziona, *hic et nunc*, quali, tra le molteplici 'cause' generatrici di un evento, possano dirsi etiologicamente rilevanti in seno al processo».

altri elementi oggettivi al fine di affermare la sussistenza della relazione eziologica tra tale omissione e la perdita patrimoniale<sup>19</sup>.

Un passaggio risulta particolarmente indicativo del distacco: «non v'è dubbio che anche soltanto la sottolineatura della mancanza di *rating* fosse un elemento che, se adeguatamente comunicato e valorizzato avrebbe potuto già da solo, almeno secondo parametri di normalità, porre B. sull'avviso e, se non altro, suscitare in lui un fondato dubbio in ordine alla sicura percorribilità dell'affare. E tanto basta alla sussistenza del nesso di causalità, da scrutinarsi secondo la regola del 'più probabile che non'»<sup>20</sup>.

Mi sembra di poter notare che tale differenza di esiti concreti sia il riflesso di una diversa regola operativa. Nell'indirizzo in esame, infatti, il pur condiviso giudizio controfattuale di causalità alternativa, è misurato non già sul singolo specifico cliente e sulle sue attitudini speculative, quanto piuttosto «secondo parametri di normalità». In altre parole, se il primo indirizzo minoritario applica il modello della causalità alternativa – presumibilmente, come si è notato sopra, integrato dal parametro del “più probabile che non” – a elementi probatori desunti dalla fattispecie concreta (al fine di determinare la probabile reazione di quello *specifico* cliente all'informazione), questa seconda lettura attribuisce rilievo all'incidenza che l'informazione omessa avrebbe avuto – per così dire, *statisticamente* – sulla categoria di investitori di cui lo specifico cliente fa parte. Al fine di affermare la sussistenza del nesso, se è appunto “più probabile che non” che un qualsiasi cliente di quel tipo, una volta metabolizzata tale circostanziata informazione sui rischi dell'operazione, avrebbe desistito.

6. Già la seconda lettura minoritaria appena descritta, dando rilievo al peso dell'informazione omessa nel contesto di un giudizio di carattere probabilistico, mostra la tendenza della giurisprudenza della Corte a un'oggettivizzazione nell'apprezzamento circa la sussistenza del nesso di causalità. Applicando tale lettura, la relazione eziologica in linea di massima sussiste qualora l'informazione omessa sia *oggettivamente* significativa.

---

<sup>19</sup> L'espressione virgolettata nel testo si rinviene in Cass., 24 aprile 2018, nn. 10111 e 10115.

<sup>20</sup> Così Cass., 3 giugno 2006, n. 11466.

L'orientamento oggi maggioritario si pone in linea con questa tendenza; esso costituisce dunque un'evoluzione nel segno di un maggior grado di oggettivizzazione. In specie, nel passaggio essenziale in cui statuisce che, accertata la violazione dei doveri informativi da parte dell'intermediario, il nesso di causalità tra inadempimento e danno è presunto, a prescindere dai contorni soggettivi della fattispecie concreta.

Ma è bene procedere con ordine. Una decisione certo significativa, la quale sembra fare proprio da "ponte" tra il secondo indirizzo minoritario e l'orientamento oggi prevalente, perviene verso la fine del 2016<sup>21</sup>. In breve, nei gradi di merito si era formato l'accertamento circa la violazione da parte dell'intermediario dei doveri informativi inerenti alla negoziazione di obbligazioni argentine; nondimeno la responsabilità era stata esclusa per non aver il cliente provato il nesso causale. Quest'ultimo, in uno tra i vari motivi di ricorso, lamenta che «nel negare la sussistenza del nesso causale, la sentenza impugnata si è limitata a porre in risalto la scelta compiuta dal P. in favore d'investimenti più remunerativi, senza considerare che, ove gli obblighi informativi dell'intermediario fossero stati correttamente adempiuti, egli si sarebbe orientato verso l'acquisto di altri titoli ...». La Corte accoglie tale motivo di ricorso, rilevando che «la mancata fornitura di informazioni esaurienti ed appropriate [...] costituisce un indice tutt'altro che trascurabile dell'avvenuta effettuazione di una scelta non consapevole da parte dell'investitore, i cui effetti pregiudizievoli non sono pertanto ascrivibili alla sua volontà».

L'accento è certo da porre nel punto in cui la Corte sottolinea che la violazione dei doveri informativi – a prescindere, questa volta, dal tipo di informazione omessa – costituisce di per sé un «indice» della non ascrivibilità dell'operazione al cliente (e così, necessariamente, dell'ascrivibilità della stessa all'intermediario). Ed è sulla base di tale indice, elaborato dalla Corte in forza dell'*id quod plerumque accidit*, che le sentenze successive fissano la presunzione di sussistenza del nesso di causalità, anticipando, per così dire, la rilevanza di tale giudizio probabilistico. Insomma, pare che in questo arresto l'apparato logico-argomentativo a sostegno della presunzione di sussistenza della

---

<sup>21</sup> Il riferimento va a Cass., 17 novembre 2016, n. 23417.

relazione causale sia quantomeno *in nuce* stato elaborato, ma non abbia ancora preso la forma di un preciso principio di diritto.

Per la statuizione di tale principio di diritto si deve attendere l'anno seguente. La fattispecie concreta, come accertata nei gradi di merito, è sostanzialmente la medesima (: nella negoziazione di obbligazioni argentine verso un cliente *retail* l'intermediario aveva violato i suoi obblighi informativi<sup>22</sup>). La Corte, nel richiamare il segnalato precedente e condividendone così espressamente il descritto sostegno argomentativo, statuisce con nettezza che «al riscontro dell'inadempimento degli obblighi di corretta informazione [...] consegue altresì – secondo l'orientamento proprio di questa Corte (Cass., 17 novembre 2016, n. 23417) – l'accertamento in via presuntiva del nesso di causalità tra il detto inadempimento e il danno patito dall'investitore»<sup>23</sup>. Come già detto a oggi questa lettura è prevalente negli arresti della Cassazione<sup>24</sup>.

---

<sup>22</sup> È interessante accennare al tipo di violazioni che si erano consumate, che emergono qui con particolare chiarezza. In relazione al primo ordine di acquisto di *bonds* del 25 agosto 2000, la violazione è rinvenuta dalla Corte nella mancata informazione circa «il rischio di mancato rimborso del capitale investito»; in relazione al secondo ordine di acquisto, datato 27 novembre 2000, nell'omissione di informare circa il «rischio di *default* dell'emittente». Per dare qualche coordinata temporale ricordiamo che già in data 14 novembre 2000 lo stato argentino promulgò la *Ley de emergentia economico financiera* n. 25.344, riconosciuta dagli operatori finanziari come una sorta di *default* “interno”. Nel dicembre 2001, poi, il Governo del paese ha dichiarato la moratoria sul debito dello Stato.

<sup>23</sup> Così Cass., 18 maggio 2017, n. 12544. La statuizione del principio era invero già contenuta in Cass., 9 febbraio 2016, n. 2535, che tuttavia è caratterizzata da una qualche ambiguità, nella parte in cui prima dichiara appunto che «In mancanza di tale prova [dell'adempimento dei doveri, *ndr.*], che è a carico dell'intermediario fornire (d. lgs. n. 58 del 1998, art. 23, u.c.), questi sarà, pertanto, tenuto al risarcimento degli eventuali danni causati al risparmiatore (Cass. 18039/2012), che devono, di conseguenza, considerarsi – in difetto di prove di segno contrario da parte dell'intermediario – in nesso di causalità con la predetta condotta inadempiente», poco dopo notando però che è necessario che «l'investitore [...] provi che il pregiudizio lamentato consegue a siffatto inadempimento».

<sup>24</sup> Oltre alle decisioni richiamate nelle due note precedenti, Cass., 2 febbraio 2018, n. 2658; Cass., 16 febbraio 2018, n. 3914; Cass., 28 febbraio 2018, n. 4727; Cass., 6 marzo 2018, n. 5265; Cass., 20 marzo 2018, n. 6920; Cass., 4 aprile 2018, n. 8338; Cass., 19 aprile 2018, n. 9763; Cass., 10 maggio 2018, n. 11368; Cass., 11 maggio 2018, n. 11544; Cass., 24 maggio 2018, n. 12956. Deve notarsi che il contrasto con la prima lettura minoritaria è stato rilevato dalla stessa Corte: «il Collegio ritiene di dare

7. Stabilita così la presunzione di sussistenza della relazione eziologica, va affrontato l'interrogativo circa la portata di tale presunzione<sup>25</sup>; in altre parole, è inevitabile domandarsi come, in un giudizio risarcitorio promosso dal cliente, l'intermediario possa eventualmente esonerarsi da responsabilità (fuori dal caso in cui lo stesso provi che non sussiste alcun inadempimento, è ovvio).

A tale riguardo, come poteva già intuirsi più sopra (n. 3, in fondo), l'orientamento maggioritario ammette che l'intermediario dimostri la cd. interruzione del nesso di causalità, provando che la violazione dei doveri informativi non ha diretta incidenza nel verificarsi della perdita patrimoniale<sup>26</sup>. Sul punto delle circostanze fattuali idonee a interrompere tale nesso – e così, a sostanziare una fondata prova liberatoria dell'intermediario –, le indicazioni della Corte si fermano su un livello piuttosto generico; l'unico arresto che si occupa specificamente della questione discorre di «sopravvenienze che risultino in sé atte a deviare il corso della catena causale emergente dal vigente sistema normativo delineato dalla disciplina di settore; in ogni caso non potendosi trascurare, nel complessivo esame della fattispecie, la presenza e il peso di una disciplina normativa specifica, come appunto relativa al settore dei servizi di investimento, di impronta

---

continuità all'orientamento espresso nella sentenza n. 12544 del 2017 in ordine ai principi, regolatori dell'*onus probandi* e art. 23 T.U.F. e di ravvisare la violazione di legge nella diversa conformazione della sua distribuzione, diversamente da quanto ritenuto nella più recente pronuncia n. 25335 del 2017». Così Cass., 28 febbraio 2018, n. 4727.

<sup>25</sup> È lecito peraltro interrogarsi circa la natura di tale presunzione. Sembrerebbe trattarsi di una presunzione legale (artt. 2727-2728 c.c.) desunta dalla Corte dal tessuto normativo della disciplina di settore (e in specie, forse, dall'art. 23, comma 6° del T.U.F., come parrebbe suggerire anche la lettura proposta dai primi autori tra quelli indicati alla seguente nota 30).

<sup>26</sup> «Ciò non significa, tuttavia, che il danno derivante dall'inadempimento degli obblighi informativi possa considerarsi *in re ipsa*: ne discende, invero, una presunzione dell'esistenza del nesso di causalità, quanto all'avvenuta effettuazione di una scelta non consapevole da parte dell'investitore, i cui effetti pregiudizievoli non possono pertanto essere ascritti alla sua volontà, salvo accertamento positivo in contrario da parte del giudice del merito, che vale allora a contrastare la predetta presunzione semplice». Così Cass., 4 aprile 2018, n. 8338. Analogo passaggio si rinviene in Cass., 10 maggio 2018, n. 11368.

conformativa (anche) delle obbligazioni risarcitorie degli intermediari»<sup>27</sup>.

Tenuto conto di questa indicazione sembra di poter escludere che la generica «propensione al rischio» dell'investitore, su cui come visto si fondano molte tra le decisioni ascrivibili al primo indirizzo minoritario, possa essere valorizzata dall'intermediario quale circostanza interruttiva della relazione eziologica.

Esclude espressamente che la propensione al rischio dello specifico investitore abbia tale valore interruttivo una decisione afferente al filone maggioritario<sup>28</sup>. Essa tuttavia si colloca, rispetto agli altri arresti, in una posizione di parziale eccentricità, nella parte in cui sembra escludere la possibilità per l'intermediario di offrire la prova contraria circa l'insussistenza del nesso di causalità (in questo caso la presunzione parrebbe dunque connotarsi come assoluta). Al fine di andare esente da responsabilità, l'intermediario convenuto in un giudizio risarcitorio dovrebbe dunque necessariamente provare l'adempimento degli obblighi informativi<sup>29</sup>.

8. Si è già notato come la lettura che si era originariamente formata circa la ripartizione dell'onere probatorio relativo al nesso di causalità sia sostanzialmente neutrale rispetto alla normativa speciale di protezione (v. sopra n. 2, in fondo).

L'orientamento prevalente di cui si è dato conto, invece, muove proprio dalla valorizzazione di tale plesso disciplinare<sup>30</sup>. Lo riconosce

<sup>27</sup> Così Cass., 16 febbraio 2018, n. 3914.

<sup>28</sup> «Ne consegue che la prova del nesso causale non può dirsi eliminata dal mero rilievo del profilo 'speculativo' dell'investitore, ovvero dalla sua elevata propensione al rischio, dovendo escludersi che quest'ultimo possa accettare anche i profili di rischiosità del prodotto finanziario che gli sono ignoti e dei quali alleggi la conoscenza o la prevedibilità in capo all'intermediario, contrattualmente obbligato ad essere preventivamente informato». Si tratta di Cass., 28 febbraio 2018, n. 4727.

<sup>29</sup> Si legge infatti in tale decisione che la disciplina di settore «prescrive una rigida conformazione delle prestazioni di carattere informativo a carico dell'intermediario, in ordine alle quali deve *indefettibilmente* essere fornita la prova positiva per evitare le conseguenze risarcitorie (o solutorie) dell'inadempimento [corsivo nostro]».

<sup>30</sup> Parte della dottrina ha già da tempo compiuto questo percorso di valorizzazione della disciplina di settore, arrivando alla medesima soluzione oggi accolta dall'indirizzo maggioritario della Corte. Suggerisce così la presunzione di sussistenza del nesso di causalità, con allocazione dell'onere della prova circa l'insussistenza della relazione eziologica a carico dell'intermediario, facendo perno sul'art. 23,

la stessa Cassazione negli arresti afferenti a tale filone: «la mancata prestazione dell'informazione, che risulta dovuta dall'intermediario ingenera una presunzione di riconducibilità ad essa dell'operazione. Ad indicarlo sta, propriamente, l'insieme normativo costituito dagli artt. 21 e 23 TUF, come pure arricchito dalla disciplina dettata dal Regolamento intermediari predisposto dalla Consob»<sup>31</sup>.

Vale la pena di tornare sul ragionamento che sostiene la lettura oggi maggioritaria, come ormai sviluppato nelle più recenti decisioni. Esso può essere scomposto come segue. La normativa di settore prescrive certi doveri informativi, funzionali anzitutto ad acquisire la consapevolezza del cliente circa il prodotto oggetto di investimento<sup>32</sup>.

---

comma 6° del T.U.F., PARRELLA, in *Manuale di diritto dei mercati finanziari*<sup>1</sup> a cura di Amorosino-Rabitti Bedogni, Milano, 2004, 134. La tesi si rinviene già nel vigore della cd. legge Sim, sulla base dell'art. 13, comma 10° della stessa, in CARBONETTI, *I contratti di intermediazione mobiliare*, Milano, 1992, 68 s. Il punto del nesso di causalità nei giudizi risarcitori è trattato anche, senza una precisa presa di posizione sull'allocatione del relativo onere probatorio, da TOPINI, *L'onere della prova nei giudizi di responsabilità per danni cagionati nello svolgimento dei servizi di investimento*, in *Giur. Comm.*, 1999, 6, 700 ss.; PICCININI, *La tutela del cliente nella negoziazione di strumenti finanziari* a cura di Inzitari-Piccinini, Padova, 2008, 170 ss.; RULLI, *L'onere della prova nei giudizi di risarcimento danni nella prestazione dei servizi di investimento*, in *Trattato dei contratti* diretto da E. Gabrielli-P. Rescigno, vol. 2, *I contratti del mercato finanziario*<sup>2</sup> a cura di E. Gabrielli-Lener, 2011, 342 ss.; FIORIO, *Onere della prova, nesso di causalità ed operazioni non adeguate*, nota a Cass., 17 febbraio 2009, n. 3773, in *Giur. It.*, 2012, 2, 343; ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*<sup>9</sup>, Torino, 2017, 233. Ritengono invece che la relazione eziologica debba essere provata dall'investitore, COSTI, *Il mercato mobiliare*, Torino, 2010, 153 e MAGGIOLO, *Servizi ed attività di investimento. Prestatori e prestazione*, in *Trattato di diritto civile e commerciale Cicu-Messineo-Mengoni*, continuato da Schlesinger, 2012, 546 s.

<sup>31</sup> Così Cass., 16 febbraio 2018, n. 3914. Altro passaggio significativo, nel medesimo senso, è il seguente: «L'esclusione del nesso causale desunta dalla Corte territoriale dalla cd. prova controfattuale – ovvero dal convincimento relativo all'ininfluenza del comportamento giuridicamente imposto rispetto alla scelta dell'investimento – integra la violazione del richiamato sistema integrato di protezione dell'investitore che permea la disciplina normativa dalla fase precontrattuale fino alle conseguenze dannose dell'esecuzione degli ordini d'investimento». Così Cass., 28 febbraio 2018, n. 4727.

<sup>32</sup> Che tale sia la funzione dell'assolvimento dei doveri informativi discende, si potrebbe dire, dal concetto stesso di informazione. Il punto è ribadito con costanza dal giudice del diritto. Si v., tra le tante, Cass., 31 agosto 2017, n. 20617, in cui si legge che «appare, ancora, conforme non solo ai dettami della detta normativa, ma anche

Pertanto, la condotta dell'intermediario che omette di assolvere tali doveri è idonea a far presumere che tale obiettivo non sia stato raggiunto; che non si sia, cioè, formata nel cliente una consapevolezza giudicata "sufficiente" dal legislatore circa l'oggetto dell'investimento (nel lessico delle Corti, la violazione dei doveri informativi si presenta in questo senso come «fattore di disorientamento del risparmiatore»<sup>33</sup>). Mancando così il dovuto grado di rappresentazione in capo al cliente, lo stesso investimento non è ascrivibile alla sua genuina volontà. Ed è piuttosto ascrivibile alla condotta dell'intermediario, il quale non ha profuso la richiesta cooperazione: è infatti la violazione di quest'ultimo, in ultima analisi, a determinarlo.

Traspare da tale supporto argomentativo e dagli arresti che su di esso si fondano uno sviluppo nella lettura del rapporto tra cliente e intermediario nel contesto della decisione di investimento. In sostanza, la Corte sottolinea come il momento informativo non si situi in qualche punto esterno alla decisione di investimento, ma sia interno a essa: consista così in «momento costitutivo – sul piano strutturale – delle singole decisioni di investimento»<sup>34</sup>. In altre parole, la decisione di investimento parrebbe assumere la connotazione di atto "complesso",

---

alle finalità che la ispirano, ritenere che, nell'economia della singola operazione, l'obbligo informativo assuma rilievo determinante, essendo diretto ad assicurare scelte di investimento realmente consapevoli: per modo che in assenza di un consenso informato dell'interessato il sinallagma del singolo negozio di investimento manchi di trovare piena attuazione...».

<sup>33</sup> L'espressione virgolettata nel testo è di Cass., 16 febbraio 2018, n. 3914. Si riporta di seguito il passaggio in cui si rinviene tale espressione. «La prescrizione (legale e poi regolamentare) di peculiari e pregnanti doveri informativi a carico degli intermediari e nell'interesse dei clienti risparmiatori, con riguardo ai particolari titoli di cui ai possibili investimenti, attinge a propria ragione di essere la funzione di orientare i clienti medesimi verso scelte di investimento che siano consapevoli e ragionevoli, non già casuali o comunque di segno irresponsabile. Il comportamento dell'intermediario che trascura di onorare scrupolosamente i propri compiti di informazione del cliente, dunque, si manifesta, in sé stesso, come fattore di 'disorientamento' del risparmiatore; di uno scorretto orientamento di questi verso le scelte di investimento, cioè».

<sup>34</sup> Così di nuovo Cass., 16 febbraio n. 3914. Significativo nello stesso senso è il passaggio di Cass., 18 maggio 2017, n. 12544 ove si considerano gli adempimenti informativi «reali *co-fattori* della decisione di questi [dei clienti, *ndr.*]: di non investimento, come anche, nel caso, di investimento [corsivo nostro]».

cui l'intermediario, con la sua doverosa cooperazione informativa, in un certo qual modo partecipa<sup>35</sup>.

Tale connotazione apre, dal punto di vista logico-concettuale, a maggiori forme di responsabilizzazione degli intermediari stessi. Tra tali forme di responsabilizzazione (in senso lato), può inscrivere, quale operatività legittima e alternativa alla sequenza procedimentale prescritta dall'art. 29, comma 3°, reg. 11522 (di informazione specifica circa le ragioni dell'inadeguatezza e conferma per iscritto del cliente<sup>36</sup>), l'astensione per così dire "spontanea" dell'intermediario dal compimento dell'ordine di acquisto di un prodotto inadeguato, con recesso per giusta causa dal singolo incarico *ex artt.* 1722, n. 3 e 1727 c.c.<sup>37</sup>. In fondo l'argomento difensivo dell'intermediario, che spesso traspare dalle decisioni esaminate, secondo cui l'informazione doverosa ai sensi della legge si sarebbe rivelata, in considerazione dell'attitudine

---

<sup>35</sup> Nel senso di tale connotazione di decisione complessa si veda il seguente passaggio di Cass., 28 febbraio 2018, n. 4727: «Dev[e] escludersi che quest'ultimo [l'investitore] possa *accettare* anche i profili di rischiosità del prodotto finanziario che gli sono ignoti e dei quali alleghi la conoscenza o la prevedibilità in capo all'intermediario, contrattualmente obbligato ad essere preventivamente informato [corsivo nostro]».

<sup>36</sup> V. sopra nota 15 per un'illustrazione più ampia di tale sequenza procedimentale.

(37) La facoltà di astensione dell'intermediario è riconosciuta da Cass. 26 gennaio 2016, n. 1376, in cui si legge che «le istruzioni del cliente siano in ogni caso vincolanti, posto che deve tenersi conto del più ampio diritto di recesso attribuito all'intermediario dall'art. 24, comma 1, lett. d), (nel testo vigente *ratione temporis*), esercitabile anche in presenza di ordini chiaramente rischiosi, idonei ad integrare gli estremi della giusta causa di recesso, ai sensi dell'art. 1727, comma 1, c.c.».

L'astensione dell'intermediario è connotata come operatività alternativa alla sequenza prescritta dall'art. 29, comma 3°, reg. 11522/1998, e preferibile alla luce della disciplina di settore nel caso in cui consti di una particolare «insistenza» da parte dell'investitore, da Cass., 6 marzo 2018, n. 5265: «Ancor più contrastante con la lettura normativa effettuata dalla Corte territoriale si manifesta, d'altro canto, la disposizione dell'art. 29, comma 1, Reg. cit., per cui gli intermediari 'si astengono dall'effettuare con o per conto degli investitori operazioni non adeguate'. E questo – si deve propriamente constatare – anche nel caso in cui consti, in proposito, una forte e reiterata insistenza da parte dell'investitore: nel contesto normativo tracciato dall'art. 29, infatti, l'astensione dell'intermediario si pone come modalità alternativa di assolvimento degli obblighi prescritti dalla legge rispetto a quella data dalla somministrazione, da parte dello stesso, di informazioni intese a far comprendere all'investitore i rischi specifici dell'operazione e la ragioni per cui questa si manifesta 'non adeguata' per il suo profilo soggettivo».

dello specifico investitore, del tutto inutile, finisce per provare troppo; in tale situazione, assunta come vera, pare che sia la stessa opportunità di svolgere l'attività di impresa a dover essere messa in discussione.

9. Appare opportuno, a mò di appendice del lavoro, riportare in massima i principi espressi da taluni arresti discussi.

Cass., sez. I, 17 febbraio 2009, n. 3773 (pres. Vitrone – rel. Didone)

*Nei giudizi risarcitori intentati contro gli intermediari per la violazione dei doveri informativi nella prestazione dei servizi di investimento, spetta al cliente offrire – anche a mezzo di presunzioni semplici – la prova del nesso di causalità tra la violazione e il danno patito.*

Cass., sez. I, 25 ottobre 2017, n. 25335 (pres. Ambrosio – rel. Falabella)

*Nei giudizi risarcitori intentati contro gli intermediari per la violazione dei doveri informativi nella prestazione dei servizi di investimento, grava sul cliente l'onere di provare la sussistenza del nesso di causalità tra la violazione e il danno patito; tale onere è assolto con la dimostrazione, che, in concreto, qualora l'intermediario avesse adempiuto ai suoi doveri informativi, il cliente stesso si sarebbe astenuto dal compiere quell'operazione.*

Cass., sez. I, 3 giugno 2016, n. 11466 (pres. Forte – rel. Di Marzio)

*Nei giudizi risarcitori intentati contro gli intermediari per la violazione dei doveri informativi nella prestazione dei servizi di investimento, grava sul cliente l'onere di provare la sussistenza del nesso di causalità tra la violazione e il danno patito; tale onere è assolto con la dimostrazione che, qualora l'intermediario avesse adempiuto ai suoi doveri informativi, è “più probabile che non” che un qualsiasi cliente si sarebbe astenuto dal compiere quella operazione. Nel valutare l'assolvimento di tale onere, il giudice deve attribuire speciale riguardo all'importanza dell'informazione omessa.*

Cass., sez. I, 16 febbraio 2018, n. 3914 (pres. Tirelli – rel. Dolmetta)

*Nei giudizi risarcitori intentati contro gli intermediari per la violazione dei doveri informativi nella prestazione dei servizi di*

*investimento, una volta che sia accertata la violazione dell'intermediario, il nesso di causalità tra tale violazione e il danno patito dal cliente è presunto. Grava dunque sull'intermediario l'onere di provare eventuali circostanze atte ad interrompere tale relazione eziologica. Nel valutare l'assolvimento di tale onere, il giudice deve tenere in conto la presenza e il peso della disciplina speciale relativa alla prestazione dei servizi di investimento, di impronta conformativa anche delle obbligazioni risarcitorie degli intermediari.*

Cass., sez. I, 28 febbraio 2018, n. 4727 (pres. Giancola – rel. Acierno)

*Nei giudizi risarcitori intentati contro gli intermediari per la violazione dei doveri informativi nella prestazione dei servizi di investimento, il nesso di causalità tra l'asserita violazione e il danno patito dal cliente è presunto. Di conseguenza, spetta all'intermediario, se intende andare esente da responsabilità, offrire la prova positiva dell'adempimento, con la specifica diligenza richiesta, dei doveri informativi.*

Cass., sez. I, 3 agosto 2017, n. 19417 (pres. Ambrosio – rel. Acierno)

*Nella prestazione dei servizi di investimento, qualora un cliente inoltri un ordine di acquisto di un prodotto di investimento che sia valutato dall'intermediario come inadeguato ai sensi della disciplina di settore, l'intermediario non può limitarsi a comunicare la ravvisata inadeguatezza, ma deve informare il cliente circa le specifiche ragioni che sconsigliano l'operazione. Qualora il cliente intenda comunque compiere l'operazione, l'intermediario può dar corso alla stessa solo sulla base di un ordine, in cui sia fatto esplicito riferimento alle avvertenze ricevute, impartito per iscritto ovvero sulla base di un ordine telefonico registrato su nastro magnetico o supporto equivalente. Nell'eventuale giudizio di risarcimento del danno intentato dal cliente, in cui lo stesso contesti all'intermediario l'inadempimento dei descritti obblighi di informazione circa le specifiche ragioni dell'inadeguatezza del prodotto, spetta all'intermediario fornire la prova positiva dell'adempimento.*

Cass., sez. I, 6 marzo 2018, n. 5265 (pres. Ambrosio – rel. Dolmetta)

*Nell'attività di prestazione dei servizi di investimento, qualora un cliente inoltri un ordine di acquisto di un prodotto di investimento che sia valutato dall'intermediario come inadeguato ai sensi della disciplina di settore, l'intermediario può alternativamente informare il cliente circa le specifiche ragioni di inadeguatezza del prodotto ovvero astenersi dal compiere l'acquisto e recedere dall'incarico. Tale seconda operatività deve essere preferita, in quanto maggiormente in linea con la normativa speciale di protezione, qualora, in ragione dell'attitudine del cliente, è probabile che quest'ultimo, anche se informato sulle specifiche ragioni di inadeguatezza del prodotto, avrebbe comunque inteso acquistarlo.*