



avverso la sentenza della Corte d'Appello di Venezia n. 2694/2021 depositata il 26/10/2021.

Udita la relazione svolta nella camera di consiglio del giorno 11/06/2026 dal Consigliere Dott. Federico Rolfi;

RITENUTO IN FATTO

1. Con sentenza n. 2694/2021, pubblicata in data il 26 ottobre 2021, la Corte d'appello di Venezia, decidendo in sede di rinvio a seguito dell'ordinanza di questa Corte n. 14236/2019 del 24 maggio 2019, ha respinto integralmente le domande proposte nei confronti di

██████████ S.P.A. da ██████████ ██████████ ██████████ ██████████ ██████████
██████████ nonché – nella qualità di eredi dell'originario attore ██████████
██████████ - ██████████ ██████████ ██████████ ██████████ ██████████ e
██████████ ██████████

2. ██████████ ██████████ ██████████ ██████████ ██████████ ██████████ e
██████████ ██████████ avevano agito nei confronti di ██████████
S.p.a. (poi ██████████ ██████████ S.P.A.) premettendo in fatto di avere
acquistato presso la Filiale di ██████████ della Banca obbligazioni "██████████
Fin. Eur 6,25%04" per un controvalore complessivo di € 256.558,00.

In particolare, avevano riferito che

- in data 1° febbraio 2001, ██████████ e ██████████
██████████ avevano acquistato obbligazioni per un controvalore
nominale pari ad € 155.558,00 sul deposito titoli n.
157.0821386;
- in data 2 febbraio 2001, ██████████ ██████████ e ██████████ ██████████
avevano acquistato obbligazioni per un controvalore pari ad €
114.000,00, depositate sul conto deposito titoli n.
157.0830453;



-
- in data 8 marzo 2001, [REDACTED] [REDACTED] e [REDACTED] [REDACTED] avevano venduto parte delle obbligazioni per un valore pari ad € 13.000,00 nonché “girocontato” un'altra parte, sempre per un valore € 13.000,00, su un altro conto deposito titoli.

Avevano quindi chiesto di dichiarare la nullità o l'annullabilità o la risoluzione per adempimento dei contratti di compravendita di valori mobiliari relativi ai titoli sopra indicati e la conseguente restituzione delle somme investite, deducendo l'inadempimento della Banca convenuta agli obblighi relativi alla prestazione di servizi di negoziazione di valori mobiliari, deducendo, in particolare che:

- in relazione alle obbligazioni sottoscritte da [REDACTED] e [REDACTED] [REDACTED] la Banca aveva fornito l'avvertenza di inadeguatezza dell'investimento, soltanto “per le dimensioni” e non anche per la “tipologia e l'oggetto” come nell'ordine sottoscritto, invece, in data 2 gennaio 2001 da [REDACTED] [REDACTED] e [REDACTED] [REDACTED] nonostante che tali investitori avessero lo stesso profilo di rischio;
- in tutti i casi erano stati violati sia l'art. 27 Reg. CONSOB - per avere la Banca compiuto le operazioni in conflitto di interessi ed in contropartita diretta, con conseguente trasferimento in capo ai clienti del rischio di insolvenza dell'emittente – sia l'art. 28 Reg. CONSOB - per non aver la Banca informato gli attori della situazione finanziaria allarmante in cui versava la [REDACTED] e, comunque, del costante progressivo peggioramento del valore dei titoli;
- ricorreva un'ipotesi di *aliud pro alio* per avere la Banca consegnato obbligazioni emesse da una società finanziaria avente sede in Lussemburgo e priva di *rating*, anziché della





deduzioni in tema di incapacità dei testi ed osservando, nel merito, che:

- dalla prova testimoniale assunta era emerso che la Banca aveva regolarmente assolto ai propri obblighi informativi: I) gli investitori erano clienti abituali nel settore delle obbligazioni *corporate*; II) erano stati informati della natura *corporate* dei titoli, dell'elevato rischio e del rapporto rischio/rendimento dei medesimi; III) la cedola elevata era stata esplicitamente rappresentata come indice di rischio; IV) erano stati proposti investimenti alternativi meno rischiosi, consapevolmente rifiutati dagli investitori; V) l'operazione era stata qualificata come non adeguata, rappresentando tale qualificazione ai clienti;
- quanto alle deduzioni degli odierni ricorrenti circa il fatto che l'avvertenza di inadeguatezza era stata limitata alle "dimensioni" per [REDACTED] e [REDACTED] - a differenza dell'avvertenza indirizzata ad [REDACTED] e [REDACTED] estesa anche all'"oggetto" - la Corte d'appello ha affermato che tale diversificazione risultava giustificata dal fatto che, mentre [REDACTED] e [REDACTED] avevano dichiarato una propensione al rischio medio-alta, coerente con la loro pregressa operatività in fondi azionari, [REDACTED] e [REDACTED] avevano invece un profilo di rischio medio, con investimenti prevalentemente in titoli di Stato;
- non ricorreva nella specie una operazione di sollecitazione all'investimento - con conseguente irrilevanza dell'assenza di *offering circular* - in quanto l'intermediario aveva acquistato i titoli sull'euromercato da una controparte esterna al gruppo



bancario per soddisfare l'ordine ricevuto dal cliente e, una volta divenuto titolare dei titoli, li aveva rivenduti ai clienti senza percepire commissioni di collocamento dalle istituzioni facenti parte del Consorzio di collocamento;

- risultava quindi escluso anche un profilo di conflitto di interessi, avendo la banca acquistato i titoli sul mercato solo per soddisfare richieste dei clienti, senza detenerli stabilmente in portafoglio;
- risultava infondato anche quanto affermato dagli odierni ricorrenti in ordine all'ampiezza dell'obbligo informativo gravante sulla Banca anche per la sussistenza di una situazione di *grey market* nel momento in cui i titoli erano stati collocati, in quanto gli odierni ricorrenti non avevano fornito prova né della sussistenza di tale specifica situazione nel momento in cui era avvenuta la negoziazione – non desumendosi tale elemento dalla CTU disposta in grado di appello – né della disponibilità in capo alla Banca di specifiche informazioni;
- in considerazione del periodo in cui era stato effettuato l'acquisto delle obbligazioni non vi erano elementi per ritenere che la Banca, pur con la diligenza richiesta all'operatore qualificato, potesse prevedere il *default* che successivamente aveva interessato i [REDACTED] [REDACTED]

5. Per la cassazione della sentenza della Corte d'appello di Venezia ricorrono [REDACTED] [REDACTED] [REDACTED] [REDACTED] [REDACTED]

[REDACTED] [REDACTED] [REDACTED] e [REDACTED] [REDACTED]

Resiste con controricorso [REDACTED] S.P.A.

6. La trattazione del ricorso è stata fissata in camera di consiglio, a norma degli artt. 375, secondo comma, e 380-bis.1, c.p.c.

Le parti hanno depositato memorie.



CONSIDERATO IN DIRITTO

1. Il ricorso è affidato a cinque motivi.

1.1. Il primo motivo di ricorso deduce *"violazione dell'art. 360 n. 5 c.p.c. per avere la Corte d'Appello di Venezia omesso di rilevare che l'emissione dei titoli per cui è causa è avvenuta il 15.2.2001 mentre le negoziazioni sono avvenute precedentemente all'emissione, in data 01/02.02.2001, e quindi in regime di grey market"*.

Si denuncia l'omesso esame di un fatto storico decisivo, costituito dalla circostanza che gli ordini di acquisto delle obbligazioni [REDACTED] erano stati impartiti nei giorni 1° e 2 febbraio 2001 mentre la data di emissione (*closing day*) delle obbligazioni risale al 15 febbraio 2001.

Argomenta, quindi, il ricorso che la negoziazione dei titoli è avvenuta prima dell'emissione, cioè in fase di *grey market* con conseguente incidenza sull'ampiezza e sul contenuto degli obblighi informativi gravanti sull'intermediario, poiché in tale fase i titoli non erano ancora quotati; non era disponibile l'*offering circular*; manca un *rating* ufficiale.

Si deduce che la circostanza risulterebbe espressamente dalla CTU nonché dagli ordini di acquisto prodotti in giudizio e sarebbe stata oggetto di discussione tra le parti sin dal giudizio di primo grado.

1.2. Con il secondo motivo il ricorso deduce, in relazione all'art. 360, n. 4, c.p.c., la violazione degli artt. 111, sesto comma, Cost.; 132, primo comma, n. 4) c.p.c.; e 118 disp. att. c.p.c.

Si censura la sentenza impugnata nella parte in cui la stessa ha affermato che dalla consulenza tecnica d'ufficio non era chiaramente desumibile la sussistenza della condizione di *grey market*.

Si argomenta che tale affermazione risulterebbe priva dell'esposizione dell'iter logico-giuridico che viene a fondarla e si



obietta che, per contro, la CTU avrebbe affermato in modo inequivoco che le negoziazioni erano avvenute in fase di *grey market*, laddove la Corte d'appello non avrebbe spiegato il motivo per cui le affermazioni non sarebbero chiare.

1.3. Con il terzo motivo il ricorso deduce, in relazione all'art. 360, n. 3, c.p.c., la violazione degli artt. 21, comma 1, lett. a) e b), TUF; 26 e 28, Regolamento Consob n. 11522/1998 e la falsa applicazione dell'art. 94 TUF.

Si censura, questa volta, l'affermazione, contenuta nella sentenza della Corte d'appello, per cui l'assenza dell'*offering circular* risultava non rilevante in quanto nella specie non si era integrata una sollecitazione all'investimento, non essendo la controricorrente membro del consorzio di collocamento.

Si argomenta che l'*offering circular* è rilevante anche al di fuori della sollecitazione all'investimento e che la sua assenza incide sull'adempimento degli obblighi informativi specifici gravanti sull'intermediario, deducendo ulteriormente che la decisione impugnata avrebbe erroneamente applicato l'art. 94 TUF, nel momento in cui ha escluso che l'operazione concreta rientrasse nella prestazione di servizi di investimento disciplinata dagli artt. 21 TUF e 26 ss. Reg. Consob.

1.4. Con il quarto motivo il ricorso deduce, in relazione all'art. 360, n. 3, c.p.c., la violazione degli artt. 21 e 23 TUF; 26, 28 e 29, Regolamento Consob n. 11522/1998; 2697 c.c.; 115 e 116 c.p.c.

Si censura la decisione impugnata nella parte in cui la stessa avrebbe ritenuto assolto l'obbligo informativo sulla base delle dichiarazioni testimoniali; della consegna del documento sui rischi generali; della presunta esperienza finanziaria degli investitori.



Argomenta il ricorso che, per contro, da un lato le informazioni fornite ai ricorrenti erano generiche e standardizzate e, dall'altro lato, non sarebbero state comunicate informazioni specifiche e decisive (assenza di rating esterno; negoziazione in *grey market*; mancanza dell'*offering circular*; natura di società veicolo lussemburghese dell'emittente; destinazione dei titoli a investitori professionali; elevato indebitamento del gruppo ■■■ di cui l'odierna controricorrente avrebbe potuto acquisire conoscenza con l'ordinaria diligenza).

Si deduce ulteriormente che la Corte territoriale avrebbe attribuito rilievo improprio all'esperienza degli investitori ed avrebbe violato le regole sull'onere della prova e sulla valutazione delle prove.

1.5. Il quinto motivo di ricorso deduce: "*violazione dell'art. 360 n. 5 c.p.c., per avere la Corte d'Appello di Venezia omesso di considerare la grave situazione debitoria del gruppo ■■■*

Si impugna, infine, l'affermazione della Corte d'Appello per cui, al momento dell'acquisto delle obbligazioni, non vi erano segnali di crisi del gruppo ■■■ e si deduce un omesso esame di dati economico-finanziari - ricostruiti nella C.T.U. - i quali attesterebbero già dal 1999 la grave situazione economica in cui versava il gruppo ■■■ e quindi la elevata rischiosità dei titoli (indebitamento superiore al miliardo di euro; redditività operativa era insufficiente a sostenere gli oneri finanziari; *interest coverage* negativo).

Si deduce che tali indici erano conoscibili da un intermediario professionale ed avrebbero costituito informazioni idonee a dissuadere qualsiasi investitore *retail*.

2. Il primo ed il quinto motivo di ricorso possono essere esaminati congiuntamente, in quanto accomunati dal medesimo profilo di inammissibilità che preclude un loro esame nel merito.



L'inammissibilità viene a discendere dall'operatività della preclusione di cui all'art. 348-ter c.p.c., avendo la decisione impugnata deliberato in modo conforme alla decisione di prime cure.

Non varrebbe replicare, al riguardo, che la decisione del Tribunale era già stata riformata dalla sentenza della Corte d'appello poi cassata da questa Corte.

Questa Corte, infatti, ha già chiarito che il meccanismo preclusivo di cui all'art. 348-ter c.p.c. è applicabile anche in relazione alle sentenze d'appello rese in sede di rinvio, operando in ogni caso la *ratio* della previsione di evitare la proliferazione dei ricorsi (Cass. Sez. 3 - Sentenza n. 12636 del 12/05/2025).

È solo per completezza, a questo punto, che si deve osservare, sul piano del regime intertemporale, che non osta all'applicazione dell'art. 348-ter c.p.c. la circostanza che la precedente decisione della Corte d'appello - poi cassata - sia stata resa a seguito di gravame proposto in data anteriore a quella individuata - individuata dalla disposizione transitoria di cui all'art. 54, comma 2, D.L. n. 83/2012 (conv. con L. n. 134/2012) - quale decorrenza per l'applicazione dello stesso art. 348-ter c.p.c.

Se, infatti, è da ritenere che la previsione in rilievo trovi applicazione anche alla sentenza d'appello resa in sede di rinvio, consegue che è in relazione a quest'ultima - e non alla decisione precedente - che deve operarsi la verifica sia di "doppia conformità" rispetto alla decisione di prime cure sia, conseguentemente, di applicabilità *ratione temporis* dell'art. 348-ter c.p.c., dovendosi, appunto, fare riferimento alla regola processuale operante al momento dell'assunzione della decisione d'appello in sede di rinvio - conforme alla decisione di prime cure - e non al momento dell'assunzione della precedente decisione poi cassata.



Si può quindi enunciare il seguente principio:

"La regola, enunciata dall'art. 348-ter c.p.c., secondo cui, in caso di cd. "doppia conforme", il ricorso per cassazione non può essere proposto per il motivo di cui all'art. 360, comma 1, n. 5, c.p.c., trova applicazione anche con riferimento alle sentenze d'appello rese in sede di rinvio; ai fini della verifica della "doppia conforme" e dell'operatività ratione temporis della norma, deve aversi riguardo alla decisione d'appello pronunciata in sede di rinvio – quale momento in cui la regola processuale è applicata – e non alla precedente sentenza d'appello poi cassata, restando irrilevante che quest'ultima sia stata resa in epoca anteriore all'entrata in vigore della disciplina secondo la previsione di cui all'art. 54, comma 2, D.L. n. 83/2012 (conv. con Legge n. 134/2012)".

Non resta, a questo punto, che constatare che, essendo stato instaurato il giudizio di appello di rinvio dopo il 12 settembre 2012, può pienamente trovare applicazione il disposto di cui all'art. 348-ter c.p.c., dal momento che la decisione della Corte d'Appello non appare essersi distaccata dal ragionamento del giudice di primo grado, né parte ricorrente ha indicato le ragioni di fatto poste a base, rispettivamente, della decisione di primo grado e della sentenza di rigetto dell'appello, dimostrando che esse sono tra loro diverse (Cass. Sez. L - Sentenza n. 20994 del 06/08/2019; Cass. Sez. 1 - Sentenza n. 26774 del 22/12/2016; Cass. Sez. 2, Sentenza n. 5528 del 10/03/2014).

3. Il secondo motivo è, invece, infondato.

Questa Corte va costantemente richiamando il principio per cui, a seguito della riformulazione dell'art. 360, primo comma, n. 5), c.p.c. – risalente all'art. 54, D.L. 83/2012 – il sindacato di legittimità sulla motivazione risulta ormai ridotto al c.d. "minimo costituzionale", con la conseguenza che è denunciabile in Cassazione solo l'anomalia



motivazionale che si sia tramutata in violazione di legge costituzionalmente rilevante, esaurendosi detta anomalia nella "mancanza assoluta di motivi sotto l'aspetto materiale e grafico", nella "motivazione apparente", nel "contrasto irriducibile tra affermazioni inconciliabili" e nella "motivazione perplessa ed obiettivamente incomprensibile" (Cass. Sez. U, Sentenza n. 8053 del 07/04/2014 e, da ultimo, Cass. Sez. 3 - Sentenza n. 23940 del 12/10/2017; Cass. Sez. 6 - 3, Ordinanza n. 22598 del 25/09/2018; Cass. Sez. 1, Ordinanza n. 7090 del 03/03/2022) mentre risulta invece esclusa qualunque rilevanza sia del semplice difetto di "sufficienza" della motivazione.

Nessuna di dette carenze estreme risulta ravvisabile nella motivazione della decisione impugnata, la quale espone il proprio percorso argomentativo in modo sintetico ma comunque completo, univoco, comprensibile ed immune da affermazioni reciprocamente inconciliabili, basando, in modo evidente, le proprie conclusioni sugli esiti della consulenza tecnica d'ufficio.

Il motivo, in realtà, non viene ad evidenziare alcun concreto vizio nella motivazione si sostanzia invece in una mera critica rivolta alla valutazione in fatto operata dalla Corte territoriale.

4. Fondato è, invece, il terzo motivo.

Questa Corte ha già da tempo chiarito che in tema di intermediazione finanziaria, non assolve ai propri obblighi informativi la banca che stipula con il cliente un contratto di negoziazione diretta di titoli senza aver prima acquisito la *offering circular*, che riporta le caratteristiche essenziali dell'emissione, quando i titoli risultino privi di prospetto informativo e di rating, perché la disciplina dettata dall'art. 21, comma 1, lett. a) e b), del d.lgs. n. 58 del 1998 e dagli artt. 26 e 28 del reg. Consob n. 11522 del 1998 impone all'intermediario di



attivarsi per ottenere una conoscenza preventiva adeguata del prodotto finanziario, alla luce di tutti i dati disponibili che ne possano influenzare la valutazione effettiva della rischiosità, e quindi assicurare un'informazione adeguata all'investitore sulle caratteristiche del prodotto, con la conseguenza che la responsabilità dell'intermediario non è esclusa dalla sottoscrizione, da parte del cliente, della dichiarazione di aver ricevuto informazioni necessarie e sufficienti ai fini della completa valutazione del rischio, la quale non può essere qualificata come confessione stragiudiziale e non costituisce neppure un'autorizzazione scritta all'investimento, quando sia apposta su un modulo "standard" senza alcun riferimento individualizzante da cui desumere l'effettiva presa d'atto dei rischi e delle particolari caratteristiche della specifica operazione (Cass. Sez. 1 - Sentenza n. 28175 del 31/10/2019; Cass. Sez. 1, Sentenza n. 25845 del 2019; Cass. Sez. 1, Ordinanza n. 2836 del 2025).

Si è, in quella sede, osservato che la mancata acquisizione dell'*offering circular* e l'esecuzione dell'operazione di investimento in assenza di detto documento viene a comportare una carenza informativa su una serie di punti di rilevanza essenziale, - quali la effettiva situazione patrimoniale dell'emittente il bond, avuto riguardo, in particolare, alla capacità di fornire garanzie ed il *warning* sulla situazione finanziaria dell'emittente - affinché gli investitori potessero pervenire a un fondato giudizio sulla situazione patrimoniale, economica e finanziaria nonché sull'evoluzione dell'attività dell'emittente, sui prodotti finanziari e sui relativi diritti.

Questa Corte, quindi, ha concluso che la conclusione del contratto di negoziazione in assenza della previa acquisizione della *offering circular* viene a determinare una carenza di informazioni essenziali su punti determinanti nella scelta dell'investimento dal momento che tale



documento è l'unico contenente le informazioni essenziali relative al patrimonio dell'emittente nonché al regime giuridico dell'emissione.

Ulteriormente, con riferimento ad ipotesi marcatamente affine a quella ora in rilievo - in quanto sempre attinente ad obbligazioni "██████" - questa Corte (Cass. Sez. 1 - Sentenza n. 28175 del 31/10/2019) ha osservato che la mancata acquisizione dell'*offering circular* e l'attuazione dell'operazione in assenza di detto documento comporta una carenza informativa almeno sui seguenti punti di essenziale rilevanza e cioè l'effettiva situazione patrimoniale del ██████ ██████ avuto riguardo, in particolare, alla capacità di fornire garanzie ed aumentare l'indebitamento; il *warning* sulla situazione finanziaria del ██████ le informazioni essenziali relative all'EBTDA, nonché al regime giuridico dell'emissione.

Contrariamente a quanto sostenuto nella sentenza impugnata, la mancata acquisizione dell'*offering circular* non può considerarsi influente, avuto riguardo al dovere dell'intermediario di informarsi (ex art.26 Reg. Consob) e conseguentemente di informare adeguatamente il cliente (ex art.28 Reg. Consob), ai fini dell'efficiente svolgimento dei servizi finanziari ex art.21 TUF.

Quanto alla estraneità dell'odierna controricorrente all'operazione di collocamento dei titoli, questa Corte ha già ulteriormente chiarito che è *"irrelevante sia la circostanza che l'intermediario non abbia partecipato direttamente al collocamento dei titoli, ma abbia proceduto all'acquisto degli stessi in virtù di un ordine specificamente impartito dal cliente, sia la circostanza che egli non disponesse del prospetto informativo, destinato agli investitori istituzionali: si è infatti osservato che l'estraneità dell'intermediario al consorzio di collocamento dei titoli non lo esonera dall'obbligo di attivarsi per procurarsi le informazioni necessarie, se del caso mediante l'acquisizione dell'offering circular,*



che, oltre a riportare le caratteristiche essenziali dell'emissione, può contenere dati rilevanti in ordine alla situazione dell'emittente (cfr. Cass., Sez. I, 31/10/2019, n. 28175; 3/04/2017, n. 8619); in tal senso depone chiaramente non solo l'art. 28, comma secondo, del regolamento, che subordina l'effettuazione di qualsiasi operazione, anche diversa dal collocamento, alla somministrazione all'investitore d'informazioni adeguate sulla natura, sui rischi e sulle implicazioni della specifica operazione, ma anche l'art. 26, lett. e), il quale, proprio al fine di consentire l'adempimento del predetto obbligo, impone all'intermediario di acquisire una conoscenza degli strumenti finanziari, dei servizi e dei prodotti, propri o di terzi, da lui offerti, adeguata al tipo di prestazione da fornire" (Cass. Sez. 1, Ordinanza n. 24147 del 2022).

La mancata acquisizione dell'*offering circular* sui ■■■■ ■■■■ ha determinato, pertanto, una carenza di informazioni su punti determinanti nella scelta dell'investimento, carenza, questa, che non poteva essere colmata dalla consegna del documento generali sui rischi di investimento, stante la profonda diversità esistente tra tale documento a carattere generale e le specifiche ed essenziali informazioni contenute nell'*offering circular*.

Parimenti, infine, non poteva avere rilevanza la propensione al rischio degli investitori - oggetto dell'accertamento in fatto della decisione impugnata - in quanto anche un'elevata propensione al rischio dell'investitore non coincide in ogni caso con l'alea pura e quindi non elide la fondamentale esigenza che l'investitore medesimo venga a compiere le singole operazioni di investimento sulla scorta di un adeguato corredo informativo in modo da valutare e accettare con piena consapevolezza l'elevata rischiosità dell'operazione.



5. L'accoglimento del terzo motivo determina l'assorbimento del quarto, in quanto la valutazione della idoneità delle informazioni trasmesse ai ricorrenti con la mera consegna del documento generale sui rischi anche alla luce dell'esperienza degli investitori stessi dovrà essere oggetto di rinnovata valutazione nel giudizio di rinvio alla luce della mancata acquisizione dell'*offering circular* secondo i principi richiamati in sede di esame del terzo motivo.

6. Alla luce delle considerazioni che precedono, il ricorso va accolto in relazione al terzo motivo, infondato il secondo, inammissibili primo e quinto, assorbito il quarto.

Per l'effetto, la decisione impugnata deve essere cassata con rinvio alla Corte d'appello di Venezia, in diversa composizione, la quale provvederà altresì a regolare le spese anche del presente giudizio di legittimità.

P. Q. M.

La Corte accoglie il ricorso, per quanto di ragione, cassa l'impugnata sentenza e rinvia, anche per le spese del giudizio di cassazione, alla Corte d'appello di Venezia in diversa composizione.

Così deciso in Roma, nella camera di consiglio della Sezione Prima Civile della Corte Suprema di Cassazione, il giorno 11 giugno 2026.

Il Presidente

ENRICO SCODITTI

