



REPUBBLICA ITALIANA
LA CORTE SUPREMA DI CASSAZIONE
PRIMA SEZIONE CIVILE

Composta dagli Ill.mi Sigg.ri Magistrati:

Oggetto:

Enrico Scoditti	Presidente
Loredana Nazzicone	Consigliere
Silvia Vitro	Consigliere
Massimo Falabella	Consigliere Rel.
Paolo Catallozzi	Consigliere

Contratti di borsa
- Prospetto
informativo -
Informazioni
fuorvianti circa la
situazione
patrimoniale
della società

24/06/2026 CC

ha pronunciato la seguente

ORDINANZA

sul ricorso iscritto al n. 18592 R.G. anno 2022 proposto da:

██████████ ██████████ rappresentata e difesa dall'avvocato ██████████ ██████████
██████████ e dall'avvocato ██████████ ██████████ ██████████

ricorrente

contro

██████████ ██████████ **s.p.a.**, rappresentata e difesa dall'avvocato
██████████ ██████████ dall'avvocato ██████████ ██████████ e dall'avvocato
██████████ ██████████ presso il quale è domiciliata;

controricorrente e ricorrente incidentale

avverso la sentenza n. 2866/2022 della Corte di appello di Roma
depositata il 2 maggio 2022.

Udita la relazione svolta nella camera di consiglio del 24 giugno 2026
dal consigliere relatore Massimo Falabella.

FATTI DI CAUSA





1. — [redacted] [redacted] ha convenuto in giudizio [redacted] [redacted] s.p.a. deducendo di essere socio unico della società di diritto panamense [redacted] [redacted] SA, sciolta in data 18 dicembre 2015, i cui diritti erano stati a lei trasferiti.

Ha evidenziato che i soci di [redacted] [redacted] — oggi [redacted] [redacted] s.p.a. — avevano deliberato un aumento del capitale sociale fino a un massimo di euro 460.000.000,00: il consiglio di amministrazione della società aveva così predisposto e autorizzato la pubblicazione di un prospetto informativo che avrebbe dovuto contenere tutte le informazioni necessarie per porre il mercato nella condizione di conoscere gli eventuali rischi del deliberato aumento di capitale. Tale prospetto, autorizzato da Consob e da Isvap, era stato reso pubblico in data 24 giugno 2011 e in esso si giustificava l'aumento di capitale con le necessità di portare a termine taluni investimenti immobiliari e rafforzare il patrimonio della società. In data 30 giugno 2011 l'attrice, dopo aver letto il prospetto informativo, aveva deciso di sottoscrivere, per il tramite della società [redacted] [redacted] parte dell'aumento di capitale, investendo la complessiva somma di euro 2.717.373,71. Dopo appena nove mesi, in data 19 marzo 2012, l'assemblea degli azionisti di [redacted] [redacted] aveva deliberato un nuovo aumento del capitale sociale per l'importo di euro 1.200.000.000,00: aumento motivato dall'esigenza di integrare le perdite derivanti dalla svalutazione del patrimonio immobiliare e delle partecipazioni possedute. Lo stesso giorno era stata pubblicata una relazione del collegio sindacale della società nella quale erano state evidenziate irregolarità nella predisposizione dei bilanci posti a fondamento del prospetto informativo. L'istante, se pure allarmata da quanto emerso, aveva deciso di vendere 200.000 azioni per incassare la provvista ritenuta necessaria alla sottoscrizione del nuovo aumento di capitale. [redacted] [redacted] aveva però stabilito, il 27 giugno del 2012, che le proprie azioni fossero accorpate attribuendo agli azionisti un diritto di opzione





di 252 nuove azioni per ciascuna azione posseduta, di fatto rendendo impossibile all'attrice stessa la sottoscrizione dell'aumento di capitale con la sola provvista derivante dalla vendita delle azioni. L'istante aveva così deciso di vendere i diritti di opzione ad essa riservati e l'intero pacchetto azionario ricavando il complessivo importo di euro 108.331,22, conseguendo per ogni azione il ricavo di euro 0,108, pari a un ventesimo del corrispettivo unitario versato al momento della prima sottoscrizione di capitale.

■ ■ ha fatto valere la responsabilità di ■ ■ e quindi di ■ per violazione dell'art. 94 t.u.f., lamentando: essersi proceduto all'aumento del capitale sociale senza riportare nel prospetto le informazioni sulla reale sottostima delle riserve tecniche del ramo sinistri e le necessarie svalutazioni del patrimonio immobiliare; essersi taciuto il dato della falsità dei bilanci degli anni 2008, 2009 e 2010; essersi richiesta al mercato la sottoscrizione di un primo aumento di capitale ben sapendo che lo stesso era insufficiente a coprire le effettive esigenze di adeguamento delle riserve sinistri e delle perdite. Ha dedotto, quindi, che la convenuta era tenuta a risarcire il danno da lei sofferto.

Nel contraddittorio con la ■ costituita in giudizio, il Tribunale di Roma, pur riconoscendo la legittimazione ad agire dell'attrice sul presupposto che, in base a quanto deliberato dall'assemblea del 18 dicembre 2015 di ■ ■ ■ ■ era divenuta titolare del credito risarcitorio oggetto di lite, ha respinto la domanda risarcitoria di quest'ultima.

2. — La pronuncia di primo grado è stata impugnata sia da ■ ■ che da ■ ■

La Corte di appello di Roma ha respinto entrambi i gravami con sentenza del 2 maggio 2022.

3. — ■ ■ ha proposto un ricorso principale per cassazione basato su sette motivi. ■ ■ ha resistito con





controricorso e ha svolto una impugnazione incidentale fondata su di un solo mezzo. Il Pubblico Ministero ha rassegnato conclusioni scritte e ha chiesto il rigetto del ricorso principale. Sono state depositate memorie.

RAGIONI DELLA DECISIONE

1. — La Corte di appello ha motivato, in sintesi, nei termini che seguono.

■ aveva dedotto, col proprio gravame, che il trasferimento del credito risarcitorio a ■ era condizionato allo scioglimento della società ■ ■ e che tale scioglimento non risultava provato in base alla normativa panamense applicabile. Secondo la Corte di appello, l'osservanza della normativa in questione risultava dall'attestazione del registro pubblico di Panama in cui era stata annotata l'estinzione della richiamata società a seguito della delibera di scioglimento della stessa: trattandosi di attestazione in pubblico registro, si doveva presumere che l'atto fosse conforme al diritto panamense.

Con riguardo all'appello principale, la Corte territoriale, dopo aver evidenziato che, contrariamente a quanto dedotto da ■ doveva escludersi che il Tribunale avesse preso in considerazione un profilo di responsabilità diverso da quello dedotto (valutando quanto prescritto dall'art. 2395 c.c., piuttosto che quanto disciplinato dall'art. 94 t.u.f.), ha osservato come secondo il Giudice di primo grado il nesso di causalità tra le omissioni informative contestate e l'aumento di capitale da parte della società ■ ■ doveva ritenersi insussistente, posto che il prospetto forniva all'investitore, in relazione ai profili contestati, tutte le informazioni utili alla presa d'atto della rischiosità dell'investimento, «dando ampio spazio alle problematiche poi verificatesi».

Ha ricordato la Corte di merito, con specifico riguardo all'incidenza sull'informazione contenuta nel prospetto del 2011 del





reato di falso in bilancio contestato agli amministratori di [REDACTED] [REDACTED] per non aver esposto il dato reale relativo alla riserva sinistri, indicato in euro 4.729.815.742,00, piuttosto che nella somma, ritenuta corretta, di euro 5.267.815.742,00 (con una differenza, non diffusa nel comunicato del 23 marzo 2011, di euro 538.000.000,00, tale da assorbire per intero l'aumento di capitale deliberato il 22 marzo 2011 per euro 450.000.000,00) , che il Tribunale penale di Milano, investito del processo per falso in bilancio con riguardo al tema della sottovalutazione delle riserve, aveva pronunciato l'assoluzione degli imputati: assoluzione confermata in appello e in sede di legittimità. Ha poi rilevato che il detto Tribunale aveva ritenuto non provato il superamento della soglia di punibilità del 10% prevista dall'art. 2622 c.c. della voce di bilancio relativa alla riserva sinistri e che, quanto alla soglia di punibilità del 5% di variazione del risultato economico lordo di esercizio, il detto Giudice aveva valorizzato la stima di un consulente tecnico di parte che aveva calcolato il massimo impatto economico derivante da un'eventuale sottostima della riserva sinistri in circa euro 8.000.000 per [REDACTED] [REDACTED] e in circa euro 5.000.000 per [REDACTED] [REDACTED]. Ha aggiunto che, con riguardo ai reati di manipolazione del mercato e falso ideologico, il Tribunale aveva accolto le conclusioni del consulente di parte sull'insussistenza del nesso di causalità tra la presunta sottovalutazione della riserva e l'occultamento di una perdita esattamente corrispondente per [REDACTED] [REDACTED] ad euro 538.000.000 e, dopo aver riportato la suddetta stima del consulente tecnico di parte, aveva concluso che il massimo impatto economico derivante da un'eventuale sottovalutazione della riserva sinistri ammontava, approssimativamente, agli importi sopra indicati, con effetti assolutamente trascurabili a livello consolidato. Ha concluso la Corte di appello: «Così stando le cose e tornando alla domanda risarcitoria ex art. 94 t.u.f. in relazione al prospetto informativo 2011 proposta dall'attrice, può ben ritenersi che le dedotte carenze informative circa





la sottovalutazione delle riserve nei bilanci fino al 2010, così ridimensionata dagli accertamenti in fatto sinora descritti e divenuti oramai incontestabili, ha avuto un peso del tutto marginale e, tale da non potersi ritenere rilevante ai fini della sussistenza del nesso causale tra le stesse e l'orientamento dell'investitore di fronte all'offerta pubblica di acquisto. È evidente, infatti, che la presunzione del nesso causale tra l'informazione inveritiera e il danno riportato dall'investitore non può che avere ad oggetto informazioni aventi carattere significativo, e rilevanti ai fini dell'orientamento dell'investitore, e non quelle che, valutate singolarmente e nel contesto complessivo del prospetto, hanno un peso insignificante. Né può obiettarsi che le sentenze di assoluzione si fondano sul mancato superamento della soglia di punibilità, rilevante esclusivamente in sede penale. Infatti, l'esiguità della rilevata incidenza della sottovalutazione delle riserve accertata dai Giudici penali di Milano e confermata dalla Cassazione, non consente di ritenere rilevante e significativa la dedotta sottovalutazione ai fini dell'orientamento del mercato a seguito della pubblicazione del prospetto 2011», tanto più che «il prospetto 2011 dava atto dell'ispezione in corso sulle riserve sinistri e pronosticava i probabili costi derivanti dalla necessità di procedere ad una rideterminazione delle stesse».

La Corte territoriale ha così ritenuto insussistente il nesso di causalità tra le informazioni contenute nel prospetto, da ritenersi non mendaci e non omissive, e la scelta dell'investitrice, posto che il prospetto dava conto del sensibile deterioramento della gestione dei «rami danni» e del risultato negativo di alcune controllate operanti nel settore immobiliare, evidenziando che i fattori responsabili del deterioramento non apparivano aver esaurito i propri effetti, con la conseguenza che l'emittente non poteva escludere impatti sui risultati economici del gruppo; il prospetto informativo, inoltre, indicava la possibile insufficienza dell'aumento di capitale, rappresentando di non





poter escludere che il patrimonio del gruppo potesse risultare inadeguato anche nel caso che tale aumento si fosse perfezionato, ed esponeva che i bilanci del 2009 e 2010 avevano riportato perdite superiori rispetto alla ricapitalizzazione; infine, il prospetto notiziava circa il comunicato stampa pubblicato in data 23 marzo 2011 e circa gli accertamenti ispettivi svolti dall'Isvap.

2. — Come rilevato, i motivi del ricorso principale sono sette.

Col primo mezzo sono dedotte la violazione e falsa applicazione degli artt. 94 t.u.f., 2622 c.c. e 14 preleggi. Si lamenta che la Corte di appello abbia errato nel ritenere che la sottostima delle riserve relative ai sinistri fosse irrilevante nel condizionare la determinazione a contrarre degli investitori e nel porre a fondamento della decisione la soglia di non punibilità del falso in bilancio, senza considerare che l'emittente, per effetto delle false informazioni contenute nel prospetto, non aveva rispettato quegli stessi obbiettivi in funzione dei quali si era proceduto alla raccolta del pubblico risparmio ed era stato sottoscritto il capitale di rischio offerto al pubblico.

Il secondo motivo oppone l'errata interpretazione del prospetto informativo del 2011 e la violazione e falsa applicazione degli artt. 1362 e 94 t.u.f., nonché la violazione e falsa applicazione degli artt. 12 e 14 preleggi; oppone, altresì, la violazione e falsa applicazione degli artt. 118 disp. att. c.p.c. e 132 c.p.c.. La sentenza è censurata nell'interpretazione da essa data quanto al contenuto letterale del contratto e alla *ratio* delle decisioni del Tribunale di Milano e della Corte di appello di Milano in altra controversia, sempre afferente la responsabilità da prospetto facente capo a [REDACTED] per lo stesso aumento di capitale, oltre che nell'estensione, al caso in esame, del giudicato del Tribunale penale di Milano, basato sulla disciplina di cui all'art. 2622 c.c..

Col terzo motivo si denuncia l'omesso esame di fatti rilevanti ai fini della controversia e la violazione dell'art. 132 c.p.c.. La Corte





territoriale non avrebbe valutato le circostanze di fatto dedotte dalla ricorrente col secondo motivo di appello ed avrebbe reso una motivazione perplessa e meramente apparente, oltre che *per relationem*.

Il quarto mezzo prospetta la violazione e falsa applicazione degli artt. 115 e 116 c.p.c.. Si lamenta che la Corte di appello abbia fondato la propria decisione su prove «atipiche» non allegate dalle parti e desunto da tali risultanze istruttorie dati non coerenti con le finalità per le quali i relativi accertamenti erano stati ammessi in sede penale.

Col quinto motivo la sentenza impugnata viene censurata per violazione e falsa applicazione degli artt. 112 e 132 c.p.c.. Si rileva che la Corte di appello avrebbe errato nel ritenere che il Tribunale non fosse incorso nel vizio di ultrapetizione richiamando ad unica ragione del proprio convincimento la sentenza del Tribunale di Torino n. 3606/2016 relativa al «caso Fabbri».

Il sesto motivo prospetta la violazione e falsa applicazione degli artt. 118 disp. att. c.p.c. e 132 c.p.c.. Il Giudice distrettuale avrebbe impropriamente respinto il terzo motivo di appello proposto dalla ricorrente senza spiegare la ragione per la quale la richiamata sentenza del Tribunale di Torino era stata considerata di maggior rilievo rispetto ai precedenti del Tribunale di Milano relativi al «caso Finleonardo», sebbene la prima pronuncia non potesse ritenersi un «precedente legato al giudizio di primo grado».

Col settimo mezzo di censura ci si duole della violazione e falsa applicazione degli artt. 91, 92 e 132 c.p.c.. Secondo la ricorrente, la Corte di appello avrebbe errato nel liquidare le spese legali in favore della resistente pur in presenza di una soccombenza reciproca delle parti.

3. — Il motivo di ricorso incidentale verte, come è naturale, sulla sola statuizione rispetto alla quale [REDACTED] è risultata soccombente in appello. Non può considerarsi alla stregua di un motivo di ricorso,





tantomeno condizionato, la mera riproposizione, da parte della detta società, di difese o eccezioni restate assorbite nella sentenza di appello: come è noto, infatti, il ricorso incidentale, anche se qualificato come condizionato, deve essere giustificato dalla soccombenza e non può essere proposto al solo scopo di risollevere questioni che non sono state decise dal giudice di merito perché assorbite dall'accoglimento di altra tesi, avente carattere preliminare, salva la facoltà di riproporle dinanzi al giudice del rinvio in caso di annullamento della sentenza (Cass. 25 ottobre 2023, n. 29662).

Con la vera e propria impugnazione incidentale [REDACTED] lamenta la violazione dell'art. 14 l. n. 218 del 1995. A suo avviso la Corte di merito avrebbe mancato di accertare se, sulla base del diritto panamense, [REDACTED] S.A. si fosse validamente ed efficacemente sciolta ed [REDACTED] avesse quindi acquistato il preteso diritto risarcitorio fatto valere nel presente giudizio.

4. — Va accordata precedenza al ricorso incidentale, siccome vertente su questione avente priorità logica: quella relativa all'acquisto, da parte della ricorrente principale, del credito risarcitorio azionato.

5. — Il motivo non ha fondamento.

La Corte di merito, come si è visto, ha basato la decisione sul punto su di una precisa attestazione contenuta nel registro pubblico panamense in cui era stata annotata l'estinzione della società [REDACTED] e ha osservato che «[t]rattandosi di attestazione in pubblico registro, se ne deve presumere la conformità alla normativa dello Stato panamense».

La decisione non evidenzia alcuna violazione dell'art. 14 l. n. 218 del 1995: questa norma impone al giudice italiano l'accertamento officioso della legge straniera applicabile; non esclude affatto la valorizzazione, da parte del detto giudice, di atti dello Stato estero, da presumersi, per natura e provenienza, conformi alla legge del luogo, che attestino fatti o situazioni giuridiche, regolate da quella legge,





rilevanti ai fini della definizione della controversia soggetta alla giurisdizione italiana.

6. — Passando al ricorso principale, possono essere congiuntamente esaminati, per ragioni di connessione, i primi tre motivi del detto ricorso.

7. — Deve anzitutto disattendersi l'eccezione pregiudiziale della controricorrente basata sull'eterogeneità delle censure proposte: eccezione riferita, per la verità, a tutto il ricorso per cassazione.

Il fatto che un singolo motivo sia articolato in più profili di doglianza, ciascuno dei quali avrebbe potuto essere prospettato come un autonomo motivo, non costituisce, di per sé, ragione d'inammissibilità dell'impugnazione, dovendosi ritenere sufficiente, ai fini dell'ammissibilità del ricorso, che la sua formulazione permetta di cogliere con chiarezza le doglianze prospettate onde consentirne, se necessario, l'esame separato esattamente negli stessi termini in cui lo si sarebbe potuto fare se esse fossero state articolate in motivi diversi, singolarmente numerati (Cass. Sez. U. 6 maggio 2015, n. 9100; in senso conforme, cfr. Cass. 9 dicembre 2021, n. 39169).

Nel caso in esame, i motivi raccolgono, bensì, doglianze riconducibili a distinte categorie dei vizi enumerati dall'art. 360 c.p.c., ma le censure risultano svolte ordinatamente e distintamente.

8. — I tre motivi di cui si è detto risultano fondati nei termini che ci si accinge ad esporre.

9. — Si dibatte, nella presente sede, della c.d. responsabilità da prospetto.

Secondo la giurisprudenza di questa Corte, in presenza di un prospetto di offerta pubblica di sottoscrizione di azioni societarie che contenga informazioni fuorvianti in ordine alla situazione patrimoniale della società, l'emittente al quale le errate informazioni siano imputabili, anche solo a titolo di colpa, risponde verso chi ha sottoscritto le azioni del danno subito per aver acquistato titoli di valore inferiore a quello





che il prospetto avrebbe lasciato supporre, dovendosi presumere, in difetto di prova contraria, che la non veridicità del prospetto medesimo abbia influenzato le scelte d'investimento del sottoscrittore (Cass. 11 giugno 2010, n. 14056; cfr. pure Cass. 21 dicembre 2024, n. 33841). Si è spiegato, in particolare, che al di fuori dell'ipotesi di inesattezze del prospetto limitate e marginali, la cui incidenza risulti in concreto talmente modesta da non essere apprezzabile, *«la non veridicità del prospetto non può non generare la presunzione di rilevanza della distorsione informativa sulle scelte dell'investitore, al quale non può esser perciò imposto l'ulteriore onere della prova negativa di eventuali diversi fattori dai quali dette scelte sarebbero state determinate»* (Cass. 11 giugno 2010, n. 14056, cit., in motivazione). In tal senso, la prova contraria atta a superare la presunzione del nesso causale tra la decettività del prospetto e il danno sofferto, in caso di informazioni fuorvianti in ordine alla situazione patrimoniale della società, può appunto avere ad oggetto il carattere limitato o marginale delle inesattezze o delle omissioni recate dal prospetto stesso, come anche l'esistenza di elementi, estranei a quelli oggetto di alterazione o di reticenza, che abbiano autonomamente determinato l'investitore alla sottoscrizione delle azioni (Cass. 21 dicembre 2024, n. 33841, cit.).

10. — La pronuncia della Corte di merito, come si è visto, si fonda, da un lato, sul rilievo reputato trascurabile della sottovalutazione delle riserve, per come accertata in sede penale (ove si era dato rilievo al mancato superamento delle soglie di punibilità previste dall'art. 2622 c.c., nel testo *ratione temporis* vigente) e, dall'altro, sulla rappresentazione, nel prospetto, di una serie di dati reali che restituivano l'immagine di una società in situazione di grave difficoltà. Da tale quadro si è tratta la conclusione che l'investitrice, ove pure rettamente informata, attraverso il prospetto, della sottovalutazione delle riserve, non avrebbe desistito dalla sottoscrizione dell'aumento di capitale.





11. — Va anzitutto avvertito che la correttezza delle informazioni contenute nel prospetto non assume, in sé, rilievo decisivo: ai fini dell'esclusione della responsabilità ex art. 94 t.u.f. non conta infatti che attraverso il prospetto siano state fornite agli investitori informazioni vere, ma deve potersi escludere che il prospetto abbia ommesso di fornire taluna di tali informazioni o ne abbia comunicate di false, dovendosi presumere che da tale condotta è disceso un pregiudizio all'investitore.

12. — Per superare la presunzione del nesso causale tra la decettività del prospetto e il danno occorso, l'emittente è dunque tenuto a dimostrare il carattere limitato o marginale delle inesattezze o delle omissioni recate dal prospetto (o, in alternativa, l'esistenza di informazioni, diverse da quelle false o reticenti, capaci di indurre, da sole, alla sottoscrizione dell'aumento di capitale: evenienza, quest'ultima, che nella presente controversia non viene però in questione).

Si deve quindi discorrere della tenuta dell'affermazione della Corte di merito secondo cui il dato relativo alla sottovalutazione delle riserve avrebbe un rilievo trascurabile sul piano causale, tale da non disorientare l'interessata nella sua scelta di investimento.

Ebbene, ove il prospetto veicoli false comunicazioni sociali non può attribuirsi valore dirimente al fatto che in sede penale si sia accertato, con riferimento alle false comunicazioni, il mancato superamento delle soglie di punibilità previste dalla fattispecie incriminatrice. Infatti, l'introduzione delle suddette soglie obbedisce alla finalità di delimitare l'ambito di tutela, sul piano penalistico, del bene giuridico protetto (rappresentato, nella specie, dalla trasparenza delle informazioni societarie in termini di veridicità e completezza), definendo in tal modo l'offensività che le condotte poste in essere devono avere per essere prese in considerazione dalla legge come reati. Le stesse soglie non sono invece affatto indicative della mancata incidenza dei comportamenti commissivi o omissivi della società sulla scelta





dell'investitore, il quale deve poter fare affidamento su quanto comunicatogli attraverso il prospetto, indipendentemente dal fatto che le reticenze o le falsità espongano gli autori delle condotte vietate a una responsabilità penale. Vuol dirsi che il mancato superamento delle soglie quantitative che marcano la rilevanza penale del fatto non implica che l'omissione o la falsità non punibili come reati siano prive di incidenza nel processo decisionale dell'investitore e sprovviste, per tale ragione, di un'efficienza causale nel prodursi del danno da questo lamentato in sede civile. La ricorrente sottolinea esattamente questo aspetto allorquando rileva che la Corte di merito non avrebbe potuto, di fronte all'evidente rilevanza del «falso» rappresentato dalla sottovalutazione delle riserve, «sminuirlo con riferimento alle soglie di punibilità stabilite dall'art. 2622 c.c. e sul presupposto del giudicato di assoluzione».

Nel caso in esame, la non incidenza della sottovalutazione delle riserve risulta argomentata dalla Corte di appello avendo essenzialmente riguardo all'accertamento compiuto in sede penale, dandosi atto di come il Tribunale di Roma, nella sentenza di primo grado, avesse spiegato che il giudizio avanti al Tribunale di Milano aveva in buona sostanza ridimensionato la sottovalutazione della riserva per l'importo di euro 538.000.000,00 (impropriamente assimilata a una perdita: va infatti notato che si trattava di una posta dello stato patrimoniale, non del conto economico); in particolare, il Giudice di primo grado aveva rilevato come il consulente tecnico dell'imputato nel processo penale avesse stimato in un valore molto più basso (pari a euro 13.000.000,00) il «massimo impatto economico» di quella sottostima per il gruppo rappresentato da [REDACTED] e [REDACTED]

L'argomento del Tribunale, che può reputarsi recepito dalla Corte di appello con motivazione *per relationem*, oltre a risultare non comprensibile, visto che non si chiarisce, in quanto esposto, a cosa





corrisponda il valore di euro 13.000.000,00 e come esso si generi a fronte della lamentata sottovalutazione delle riserve per un importo quaranta volte superiore, appare vieppiù inidoneo a dar ragione dell'interruzione del nesso causale, presunto per legge, tra la distorsione informativa e la scelta di investimento rivelatasi per la ricorrente rovinosa. La sentenza impugnata evoca, infatti, quanto ritenuto dal Tribunale penale di Milano per dar ragione dell'assoluzione degli imputati, ma non spiega per quale ragione, diversa dal mancato superamento delle soglie di punibilità, le false informazioni sulle riserve (che involgeva un valore patrimoniale di innegabile consistenza) rivestissero un ruolo tanto marginale da non lasciar più presumere l'esistenza del nesso causale tra la decettività del prospetto e il danno lamentato. Il vizio emerge, in particolare, dal passaggio della decisione secondo cui non potrebbe «obiettarsi che le sentenze di assoluzione si fondano sul mancato superamento della soglia di punibilità»: la sentenza risulta incentrata, al riguardo, sull'«esiguità delle rilevata incidenza della sottovalutazione delle riserve accertata dai giudici penali di Milano», ma proprio tale rilievo fa comprendere come la pronuncia abbia finito per trasporre, impropriamente, il giudizio penalistico, vertente sulla rilevanza penale del falso, sul piano civilistico, ove si dibatteva del nesso eziologico tra l'informazione decettiva e il pregiudizio patrimoniale lamentato.

Vero è che la sentenza evidenzia, altresì, che il prospetto dava conto dell'ispezione di Isvap: ma la Corte di merito non chiarisce come tale dato fosse in grado di neutralizzare la comunicazione non veritiera del dato concernente le riserve, tenuto anche conto che, a norma dell'art. 94, comma 2, t.u.f., il prospetto deve non solo consentire all'investitore di pervenire a un giudizio sulla situazione patrimoniale e finanziaria, oltre che sui risultati economici e sulle prospettive dell'emittente, ma deve farlo «*in una forma facilmente analizzabile e comprensibile*», tale, quindi, da consentire al detto soggetto di





percepire agevolmente, e nell'immediatezza, quanto necessario a una valutazione sintetica circa la convenienza dell'operazione. È del resto la stessa Corte di appello ad attribuire una importanza marginale alla richiamata informazione sull'attività ispettiva, utilizzata come argomento rafforzativo nel quadro di un percorso motivazionale che ha il suo punto focale nella richiamata esiguità dell'incidenza della sottovalutazione. La reale dimensione dell'argomento basato sull'ispezione dell'Isvap si ricava non solo dalla locuzione «tanto più che», con cui il tema è introdotto nella sentenza, ma, soprattutto, dal successivo passaggio della decisione in cui si rileva che «a fronte delle menzionate sentenze penali di assoluzione dal reato di falso in bilancio», le prove della parte appellante dovevano considerarsi ininfluenti: affermazione che vale a ribadire l'assoluta centralità che, nel pensiero del Giudice distrettuale, doveva assumere l'accertamento circa il falso in bilancio, ritenuto idoneo ad esaurire il giudizio di causalità di cui qui si dibatte.

La Corte di appello avrebbe dovuto insomma spiegare per quale ragione, diversa dal mancato raggiungimento delle soglie di punibilità descritte dall'art. 2622 c.c., la falsa rappresentazione, per il ragguardevole importo di euro 528.000.000,00, di un dato incidente sullo stato patrimoniale della società fosse inidonea a condizionare la scelta di investimento di cui qui si discute. Si imponeva, a tal fine, un accertamento che presentasse una sua precisa autonomia rispetto a quello svoltosi in sede penale.

13. — Conclusivamente, la sentenza impugnata evidenzia sia il vizio ex art. 360, n. 3, avendo riguardo al disposto dell'art. 2622 c.c., in materia di false comunicazioni sociali, e a quello di cui all'art. 94 t.u.f., sul prospetto informativo, sia quello motivazionale di cui all'art. 360, n. 4, c.p.c..

14. — I motivi dal quarto al settimo del ricorso principale restano assorbiti.





15. — I primi tre motivi del ricorso principale vanno dunque accolti, per quanto di ragione; i restanti quattro sono assorbiti. Il ricorso incidentale è respinto.

La sentenza impugnata è cassata; la causa è rinviata alla Corte di Roma, anche per le spese del giudizio di legittimità.

Il Giudice del rinvio dovrà fare applicazione del seguente principio di diritto: «In tema di responsabilità da prospetto, la risarcibilità del danno non è esclusa dall'accertamento, in sede penale, del mancato superamento delle soglie quantitative di rilevanza penale del falso, dovendo il giudice civile pur sempre accertare se la falsa informazione, ove pure non punibile come reato, rivestisse un ruolo tanto marginale da non lasciar più presumere, sul piano privatistico, l'esistenza del nesso causale tra la decettività del prospetto e il danno sofferto dall'investitore in dipendenza della sua scelta di investimento».

P.Q.M.

La Corte

accoglie nei sensi di cui in motivazione i primi tre motivi del ricorso principale e dichiara assorbiti i restanti; respinge il ricorso incidentale; cassa la sentenza impugnata con riguardo al ricorso principale e rinvia la causa alla Corte di appello di Roma, in diversa composizione, anche per le spese del giudizio di legittimità; ai sensi dell'art. 13, comma 1-*quater*, del d.P.R. n. 115 del 2002, inserito dall'art. 1, comma 17, della l. n. 228 del 2012, dà atto della sussistenza dei presupposti per il versamento, da parte della ricorrente incidentale, dell'ulteriore importo a titolo di contributo unificato pari a quello stabilito per il ricorso, se dovuto.

Così deciso in Roma, nella camera di consiglio della 1^a Sezione Civile, in data 24 giugno 2026.

Il Presidente

Enrico Scoditti

