

Civile Sent. Sez. 1 Num. 24545 Anno 2016

Presidente: DOGLIOTTI MASSIMO

Relatore: ACIERNO MARIA

Data pubblicazione: 01/12/2016

SENTENZA

sul ricorso [redacted] proposto da:

[redacted] S.P.A. (C.F./P.I. [redacted]), in

persona del legale rappresentante pro tempore,

elettivamente domiciliata in ROMA, VIALE CARSO 77,

presso l'avvocato [redacted], che la rappresenta

e difende unitamente agli avvocati [redacted]

[redacted], giusta procura speciale per Notaio

ing. [redacted] - Rep.n. 142 del

3.2.2012;

- *ricorrente* -

contro

Corte di Cassazione - copia non ufficiale

2016

1247

[REDACTED], [REDACTED], nella qualità di eredi di
[REDACTED], elettivamente domiciliate in [REDACTED],
[REDACTED], presso l'avvocato [REDACTED], che
le rappresenta e difende unitamente all'avvocato
[REDACTED], giusta procura a margine del
controricorso;

- *controricorrenti* -

avverso la sentenza n. [REDACTED] della CORTE D'APPELLO
di TORINO, depositata il 22/12/2010;

udita la relazione della causa svolta nella pubblica
udienza del 23/06/2016 dal Consigliere Dott. MARIA
ACIERNO;

udito, per la ricorrente, l'Avvocato [REDACTED]
che ha chiesto l'accoglimento del ricorso;

udito, per le controricorrenti, l'[REDACTED]
[REDACTED] che ha chiesto il rigetto del ricorso;

udito il P.M., in persona del Sostituto Procuratore
Generale Dott. [REDACTED] che ha concluso per
l'accoglimento del ricorso.

FATTI DI CAUSA

██████████ ha richiesto che fosse accertato l'inadempimento contrattuale e riconosciuto il proprio diritto al risarcimento del danno nei confronti di ██████████ ██████████ in ordine a due contratti di gestione patrimoniale uno di tipo "F" (con benchmark indicativo di gestione molto prudentziale destinata per il 45% a fondi obbligazionari europei, a rischio bassissimo per capitale e nullo per la divisa; 25% a fondi obbligazionari area dollaro, a rischio bassissimo per capitale e medio basso per la divisa e per il 30% in fondi azionari a rischio alto - indice Fideuram secondo il ricorrente) ed un contratto di tipo "C" con benchmark indicativo di gestione bilanciata, con predominanza di azioni, in misura del 70% secondo l'indice MSCI e del 30% secondo l'indice JP Morgan. Il primo investimento per l'importo di oltre 650 milioni di lire ed il secondo per 500.000.000 di lire.

Ha precisato la parte attrice che il portafoglio titoli acquistato è risultato radicalmente diverso dalle istruzioni contenute nei due contratti di gestione con sfioramento delle perdite ben oltre il limite di tolleranza stabilito nel contratto (5%), senza mai alcuna


Corte di Cassazione - copia non ufficiale

comunicazione, nonostante la lievitazione delle stesse fino al 10,20,30% del capitale investito.

Il tribunale, all'esito d'istruzione documentale, ed espletata CTU contabile, ha evidenziato che sulla base della comparazione tra la condotta della banca e la propensione al rischio della investitrice (tenuto conto del benchmark coerente con essa e con la linea d'investimento prescelta) è risultato accertato un grave inadempimento della intermediaria per avere procurato all'investitrice rischi superiori del 44% per il primo contratto e del 423% per il secondo. Il tribunale ha escluso sia il concorso di colpa della investitrice per essere receduta anticipatamente sia il rilievo della brevità del lasso temporale considerato, dal momento che la sproporzione tra il rischio e il parametro di riferimento costituito dal benchmark era del 70%. La banca intermediaria è stata pertanto condannata al risarcimento del danno così come determinato dalla consulenza tecnica d'ufficio.

La corte d'Appello ha confermato la pronuncia di primo grado sulla base delle seguenti affermazioni:

In ordine ai motivi relativi all'eccessiva rilevanza attribuita al benchmark nel valutare la condotta della intermediaria e l'errata valutazione da parte del


Corte di Cassazione - copia non ufficiale

tribunale della politica d'investimento seguita, ritenuta dall'intermediaria del tutto coerente con la scelta della investitrice di linee d'investimento di massimo profilo di rischio tra quelle offerte, viene osservato:

- La gestione patrimoniale integra un contratto tipico strutturato sugli elementi del mandato, peculiarmente connotato di discrezionalità, che pone a carico dell'intermediario un'obbligazione di mezzi e non di risultato;
- Ciò non esclude l'obbligo di diligenza prescritto dall'art. 23, primo comma, lettera a), T.U.F. nello svolgimento dei servizi d'investimento e dagli artt. 37 e 38 Reg. Consob. Queste ultime norme secondarie, con particolare riferimento alla gestione dei portafogli, prescrivono la descrizione delle linee di gestione definite dall'indicazione di un parametro oggettivo di riferimento (cd. benchmark), coerente con i rischi ad esse connessi al quale commisurare i risultati della gestione (art. 42 reg. Consob);
- Le modalità di gestione e i rischi connessi alle relative operazioni sono definiti agli artt. 2 e 4 dei contratti e si caratterizzano per una manifesta propensione a correre rischi importanti per la realizzazione di obiettivi di rendimento potenzialmente elevati in arco temporale medio-lungo con redditività non necessariamente costante, con


la previsione di ulteriori investimenti anche in caso di svalutazione del patrimonio investito, per periodo molto breve in misura del 3%, e con un margine di tollerabilità di un rendimento negativo pari al 5% in un'ottica temporale di 5 anni e del 10% per un'ottica temporale di tre anni. Il primo contratto caratterizzato da linee d'investimento di tipo "C" (Azionariato Globale) ha come parametro oggettivo di riferimento per il 30% indice titoli di stato J.P. Morgan Globale in lire e per il 70% indice mondiale MSCI in lire; il secondo ha come parametro oggettivo linee d'investimento di tipo "F" (gestione Fondi) con parametro di riferimento indice Fideuram generale.

- Il benchmark mira alla rappresentazione di un portafoglio economicamente efficiente così da offrire il miglior rapporto tra rendimento e rischio senza imporre al gestore l'acquisto di titoli nella proporzione indicata dal benchmark stesso e senza la garanzia di un rendimento corrispondente al suo andamento ma, rileva la Corte territoriale, si tratta di un indicatore finanziario che consente all'investitore una razionale valutazione dell'attività dell'intermediario. Come indicato nella Comunicazione Consob del 24 marzo 2000 n. DIS/23017, il benchmark può costituire un valido metro sulla base del quale valutare l'utilizzo del potere discrezionale ed in

base al quale verificare il corretto adempimento della banca coerentemente con le caratteristiche della linea di gestione prescelta.

- Ne consegue l'utilizzabilità di tale parametro, così come ha fatto il CTU, il quale, premessa l'adozione del metodo della volatilità storica (ossia della variabilità del tasso di rendimento dei titoli nell'arco temporale interessato), ha verificato per il primo contratto che il portafoglio è risultato essere stato investito quasi esclusivamente in azioni e fondi azionari con uno scostamento nella composizione del patrimonio rispetto al benchmark del 15% e con aumento dello scarto quadratico medio (che misura il rischio) al 15,31% comportante un rischio normale per lo meno superiore al 15% (a fronte di quello rappresentato dal benchmark su base annuale del 13,23%) e di quello effettivo superiore al 44% di quello del benchmark con una gestione nettamente più rischiosa di quella rappresentata dal benchmark. Per il secondo ugualmente gli investimenti sono stati prevalentemente azionari nonostante tale componente non potesse superare il 50% con uno scostamento nella composizione del patrimonio rispetto al benchmark comportante, rispetto ad un rischio normale dell'8% (rappresentato dal benchmark), un rischio normale del portafoglio investito pari al 18% ed un rischio effettivo superiore pari al 423%, con una

gestione assolutamente più rischiosa degli investimenti finanziari compresi nel benchmark.

- Pertanto, pur nel formale rispetto da parte della banca delle previsioni di legge e regolamentari in ordine alla sottoscrizione e all'individuazione delle linee d'investimento scelte dall'investitrice, coerentemente con i propri obiettivi d'investimento e propensione al rischio, la gestione in concreto attuata non è stata rispondente al suo profilo speculativo per la costante esposizione ad un rischio decisamente superiore, produttivo delle perdite verificatesi.
- Sul terzo motivo relativo all'inattendibilità delle stime effettuate dalla CTU, la Corte rileva che la consulenza ha chiaramente precisato di non aver potuto procedere ad una valutazione dello stile d'investimento della gestione per il tempo ridotto preso in considerazione ma ha potuto esaminare analiticamente il profilo rischio rendimento della gestione della banca con la conseguente piena possibilità di esaminare il concreto comportamento della  nella gestione del patrimonio della investitrice. Nella consulenza si è proceduto ad un'attenta valutazione della composizione qualitativa del portafoglio dell'investitrice e dell'orizzonte temporale di rendimento delle azioni mediamente più rischioso di quello obbligazionario nell'arco di tre - cinque anni,

osservandosi come il rendimento delle azioni poteva incrementarsi solo su un lasso temporale molto lungo ovvero da quindici a trent'anni.

- Sul quarto motivo relativo all'individuato concorso di responsabilità dovuto al recesso anticipato, la Corte rileva che la facoltà di recesso in ogni momento è prevista dal contratto e l'esercizio di tale potere non esclude la verifica del corretto adempimento da parte della banca.

RAGIONI DELLA DECISIONE

- Avverso tale pronuncia ha proposto ricorso per cassazione l'intermediario, affidato al seguente unico complesso motivo.
- Viene dedotta la violazione e falsa applicazione dell'art. 1218 cod. civ. dell'art. 23 T.U.F. e degli artt. 38 e 42 del Reg. Consob n. 11522 del 1998, per avere la Corte d'Appello erroneamente ritenuto il benchmark un parametro di valutazione della gestione attiva attuata dall'intermediario in relazione alle caratteristiche contrattuali emergenti dal contratto di gestione ed anzi anche al di fuori di quelle appositamente sottoscritte e volute dalle parti nel contratto.
- La parte ricorrente si chiede se possa il benchmark, mero indicatore statico, senza alcuna valenza obbligatoria

Corte di Cassazione - copia non ufficiale

costituire la base, unica ed esclusiva, sulla base del quale verificare la correttezza della gestione indipendentemente dalla linea di gestione e del profilo di rischio degli attori come derivante dal contratto.

- La risposta è negativa. Non si può fondare l'adempimento dell'intermediario sulla base della corrispondenza degli investimenti eseguiti con le proporzioni indicate nel benchmark, attesa la discrezionalità operativa della intermediaria medesima all'interno delle indicazioni contrattuali descritte nelle linee di gestione. Nella valutazione della coerenza e diligenza del gestore il benchmark non deve essere considerato per verificare se la composizione del portafogli e la quota d'investimenti azionari sia conforme ai limiti e alla discrezionalità del gestore fissati dal cliente nel contratto e derivanti dalle caratteristiche della linea di gestione prescelta (categorie di strumenti finanziari ammesse, tipologia di operazioni consentite, leva finanziaria massima etc.) ed infine il profilo di rischio (secondo il ricorrente non rilevante perché non svolte doglianze in tema di adeguatezza). La Corte d'Appello ha attribuito al benchmark un valore negoziale o meglio di clausola negoziale idonea a identificare le caratteristiche della gestione ai sensi dell'art. 37 Reg. Consob.

Corte di Cassazione - copia non ufficiale

La censura è infondata per le ragioni che seguono ma la motivazione svolta dalla Corte d'Appello richiede un'integrazione correttiva.

Il contratto realizzato tra le parti è di gestione patrimoniale individuale, assoggettato, come esattamente individuato nella sentenza impugnata, agli obblighi di diligenza previsti dall'art. 23 primo comma lettera a) del TUF così declinati dalla norma: *"nella prestazione dei servizi d'investimento e accessori i soggetti abilitati devono comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza nell'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati"*.

Le caratteristiche e la misura degli obblighi di diligenza, correttezza e trasparenza, quest'ultimo di cruciale rilievo nelle tipologie contrattuali caratterizzate da un contenuto tecnico molto elevato e dalla frequente creazione di nuovi prodotti e strumenti finanziari, sono puntualizzate nella normazione regolamentare, e in ordine alla fattispecie dedotta in giudizio, dagli artt. 37 - 42 del reg. 11522 del 1998.

Tali specificazioni conformano gli obblighi contrattuali sopradescritti con riferimento ai mandati di gestione patrimoniale individuale, senza modificare la natura

Corte di Cassazione - copia non ufficiale

giuridica dell'obbligazione, di mezzi e non di risultato, posta a carico dell'intermediario.

L'assolvimento degli obblighi endocontrattuali da parte dell'intermediario, così come descritti dal citato art. 21, richiede pertanto: l'indicazione delle caratteristiche della gestione e della sua rischiosità. Ove la gestione sia composita, tali indicazioni devono essere riferite a ciascuno degli strumenti finanziari che possono formare oggetto degli investimenti da compiersi da parte del mandatario. A tale riguardo l'art. 38 del Reg. Consob stabilisce che nella specificazione delle caratteristiche della gestione devono essere indicate le categorie degli strumenti finanziari (azioni, obbligazioni etc.) nelle quali può essere investito il patrimonio gestito e gli eventuali limiti; la tipologia delle operazioni che si possono realizzare sugli strumenti finanziari indicati in contratto, la misura massima della leva finanziaria e, infine, il parametro oggettivo di riferimento al fine di confrontare il rendimento della gestione (il cd. benchmark). L'art. 42, inoltre precisa, con riferimento al benchmark, che l'intermediario deve indicare all'investitore un parametro oggettivo di riferimento "coerente con i rischi ad essa (la gestione patrimoniale n.d.r.) connessi al quale commisurare i risultati della gestione".



Corte di Cassazione - copia non ufficiale

Infine per ciascuna linea di gestione patrimoniale deve essere indicato il grado di rischiosità in modo da fornire al cliente un parametro oggettivo di riferimento relativo a tale fattore di primaria importanza nelle operazioni che compongono una gestione patrimoniale. (art. 42 reg. Consob - All. C del Regolamento; cfr. Cass. 8089 del 2016).

Dall'illustrazione del quadro normativo sopra delineato emerge il rilievo non esclusivo ma certamente concorrente del benchmark a definire le caratteristiche della gestione ed indirettamente il grado massimo di rischio al quale l'investitore ha inteso contrattualmente esporsi. La rappresentazione del quadro comparativo esposta nel benchmark evidenzia certamente il rendimento quanto meno medio che l'investitore si attende ma, mediante la selezione di indici e l'esemplificazione di tipologie d'investimento, rappresenta anche quale è la propensione complessiva al rischio e la vocazione (o più esattamente la tendenza speculativa) dell'investitore. La massima d'esperienza comune a ciascun investitore è senz'altro quella che si fonda sul rapporto inversamente proporzionale tra rischio e rendimento, da temperare con la modulazione temporale (breve, media o lunga) della gestione. Ne consegue che, come precisato nell'art. 42 del reg. Consob sopra citato, il parametro oggettivo di

Corte di Cassazione - copia non ufficiale

riferimento deve essere coerente con i rischi connessi alla gestione. Il grado di rischio, o la cd. "forbice" di rischio deve essere rappresentata in contratto, non potendo essere desunta soltanto dalla indicazione delle categorie d'investimenti da realizzare, secondo le disposizioni Consob sopra indicate relative alle gestioni patrimoniali, tanto da essere previsto un documento generale sui rischi e in caso di pluralità di linee di gestione patrimoniale, la precisazione del grado di rischio per ciascuna gestione. La rappresentazione del grado di rischiosità anche diacronica (se rispondente alla tipologia di operazione) non può confondersi con la indicazione relativa alla propensione al rischio soggettiva né trarsi soltanto dalla descrizione della gestione. L'obbligo di diligenza che si compone in particolare del dovere di trasparenza richiede la specificazione del grado di rischiosità relativa alle forme d'investimento che interessano (ed interesseranno) la gestione. Il parametro è composito, essendo condizionato da fattori quali quello temporale o quello dei mercati finanziari (regolamentati o non) da considerare nella definizione delle percentuali. La crucialità del parametro del resto è agevolmente desumibile dalla tessitura regolamentare che la Consob,



Corte di Cassazione - copia non ufficiale

con le norme sopra richiamate e l'allegato C, ha dedicato ad esso.

La discrezionalità, propria del mandatario delle gestioni patrimoniali, si articola all'interno della predeterminazione trasparente delle caratteristiche della gestione e del grado di rischio. (Cass. 8089 del 2016). Nella specie dall'esame del ricorso ed in particolare dagli stralci del contratto in esso riprodotti, aventi proprio ad oggetto il dedotto adempimento contrattuale agli obblighi di diligenza e trasparenza menzionati, non risultano indicazioni precise sul grado di rischio prevedibile per ciascuno degli strumenti finanziari sui quali investire e sulla tipologia delle operazioni d'investimento. Il solo parametro di riconduzione al rischio risulta dalla indicazione relativa alla leva finanziaria e al benchmark.

Non può, pertanto, sostenersi, come indicato in ricorso, che il benchmark sia stato ritenuto l'unico indicatore della correttezza della gestione o, come si desume dal complessivo contenuto del ricorso e della memoria, un elemento "normativo" del regolamento negoziale. Il parametro oggettivo di riferimento costituito dal benchmark ha integrato, nella specie, il deficit di rappresentazione del grado di rischio per gli strumenti e

le tipologie di operazioni d'investimento descritte in contratto. La mera elencazione riprodotta nel ricorso non può costituire un valido indicatore dei rischi connessi alle forme d'investimento realizzabili per effetto del mandato di gestione patrimoniale.

In conclusione, non sussiste la violazione di legge denunciata nell'unico motivo di ricorso in quanto il cd. benchmark non è stato ritenuto elemento concorrente alla definizione dell'oggetto del contratto o, come afferma il ricorrente, di prescrizione cogente in ordine alla natura e al contenuto positivo degli investimenti da compiere, ma soltanto come un indicatore concorrente a definire il tendenziale grado di rischio relativo agli strumenti finanziari e le tipologie di operazioni indicati nelle caratteristiche della gestione. Anche attraverso tale indicatore, con accertamento di fatto incensurabile, il giudice del merito ha ritenuto che gli investimenti realizzati fossero radicalmente fuori della forbice di rischiosità consapevolmente accettata dall'investitore secondo le informazioni contrattuali.

Deve, pertanto, concludersi per il rigetto del ricorso e l'applicazione del principio della soccombenza in ordine alle spese del presente giudizio.

P.Q.M.

Corte di Cassazione - copia non ufficiale

Rigetta il ricorso e condanna la parte ricorrente al pagamento di E 8000 per compensi; E 200 per esborsi oltre accessori di legge in favore della parte controricorrente.

Così deciso nella camera di consiglio del 23 giugno 2016.