

SENTENZA N. 221/07

CRON. N. 2038

REPERT. N. 402

REG. N. 1171/01

n. 1171/01 R.G.



- 5 APR 2007

REPUBBLICA ITALIANA

IL CASO.it

IN NOME DEL POPOLO ITALIANO

IL TRIBUNALE DI BIELLA

nella persona del Giudice Istruttore in funzione di Giudice Unico

- dott.ssa Eleonora Reggiani -

ha pronunciato la seguente

SENTENZA

nella causa civile iscritta al n. 1171/01 R.G.

avente ad oggetto: servizi d'investimento - gestione di portafogli individuale

promossa da

[REDACTED]
elettivamente domiciliata in Biella, via XX settembre 17, presso lo studio dell'avv. Roberto Rolando, che la rappresenta e difende unitamente all'avv. Giacomo Vassia in virtù di procura speciale a margine dell'atto di citazione;

-PARTE ATTRICE -

contro

Banca [REDACTED] s.p.a.; in persona del legale rappresentante *pro tempore*,

elettivamente domiciliata in Biella, [REDACTED]

[REDACTED] che la rappresenta e difende in virtù di procura speciale in calce alla copia notificata dell'atto di citazione;

-PARTE CONVENUTA-

CONCLUSIONI DELLE PARTI

PARTE ATTRICE:

A handwritten signature in black ink, consisting of a stylized, cursive letter 'P' followed by a vertical line and a small flourish at the bottom.

"Accertare l'inadempimento contrattuale della Banca [REDACTED] s.p.a. e conseguentemente condannare quest'ultima al risarcimento di danni tutti subiti dalla sig.ra [REDACTED] a seguito delle operazioni descritte nell'atto introduttivo al giudizio e per l'effetto condannarla al pagamento della somma di lire 640.734.817 pari ad euro 330.911,92 oltre ad Interessi legali e rivalutazione monetaria o nella misura veriore accertata in corso di causa. con vittoria di spese e di onorari."

PARTE CONVENUTA:

"Reietta ogni contraria istanza, eccezione e deduzione.

Dato atto che non si accetta il contraddittorio sulle eventuali domande nuove che fossero ex adverso proposte e che ci si oppone alla eventuale limitazione della domanda alla sola condanna generica.

IN VIA ISTRUTTORIA

Previa revoca dell'ordinanza 04.07.03 nella parte in cui ha statuito sulle istanze istruttorie della conchiudente, ammettersi la prova per interrogatorio formale della parte attrice e per testi - senza inversione dell'onere ed espunte le eventuali espressioni inammissibili - sui capitoli dedotti in memoria datata 01.02.03, che di seguito si trascrivono ...omissis... Ribadita l'opposizione all'ammissione delle istanze istruttorie avversarie e revocata l'ordinanza ammissiva del 09.02.05 nella parte in cui ha disatteso l'opposizione, dichiararsi inammissibile la C.T.U. richiesta da parte attrice, conseguentemente, espungerla dal giudizio, ovvero dichiararla inutilizzabile e comunque non tenerne conto ai fini del giudizio.

In subordine, per il caso di conferma dell'ordinanza 09.02.05, dato atto che la C.T.U. è viziata in quanto incongruente, contraddittoria, in contrasto con la dottrina finanziaria e statistica, nonché con le dichiarazioni ed i provvedimenti

della Consob in contrasto con il mandato conferito dal Giudice, caratterizzata da illogicità ed erroneità scientifica e frutto di una non corretta interpretazione dei principi di statistica e di economia per l'errata applicazione dei concetti di rischio, rendimenti ed orizzonte temporale di un investimento; previa le dichiarazioni del caso, dichiararla inutilizzabile e comunque non tenerne conto ai fini della decisione.

IL CASO.it

Respingersi ogni ulteriore istanza istruttoria di parte attrice.

NEL MERITO

Assolversi la convenute dalle domande attoree, respingendole siccome infondate in fatto e diritto.

Con il favore delle spese, oltre I.V.A., C.A. e rimborso forfetario ex art. 14 della tariffa."

SVOLGIMENTO DEL PROCESSO

Con atto di citazione ritualmente notificato [redacted] conveniva in giudizio la Banca [redacted] s.p.a. (di seguito Banca [redacted]), per sentirla dichiarare tenuta e condannarla al pagamento della complessiva somma di Lire 952.287.475 oltre interessi legali e rivalutazione, a titolo di risarcimento del danno da inadempimento ai due contratti di gestione patrimoniale stipulati rispettivamente in data 08.03.99 e 15.12.99. Assumeva l'attrice che Banca [redacted] aveva agito in totale difformità dal benchmark indicato, errando nella politica di investimento (errore di asset location) e di selezione dei titoli (errore di stock picking). Deduceva inoltre la mancata comunicazione da parte della banca della perdita oltre il 30 % del capitale investito e la responsabilità precontrattuale di quest'ultima per ingannevolezza della pubblicità effettuata ai propri prodotti finanziari.

Con comparsa di risposta depositata in cancelleria, si costituiva in

giudizio la convenuta, contestando *in toto* quanto allegato da parte attrice e chiedendo il rigetto delle domande attoree.

Con ordinanza riservata in data 04.07.03 il giudice istruttore accoglieva parzialmente le istanze di esibizione, formulate da parte attrice, riservandosi di pronunciare sull'istanza di ammissione della C.T.U. all'esito dell'esame della documentazione esibita, rigettando le istanze istruttorie di parte convenuta.

Esaminata la documentazione esibita, veniva disposta CTU, all'esito della quale veniva fissata udienza di precisazione delle conclusioni, ove la causa, sulle conclusioni formulate in epigrafe, veniva trattenuta in decisione, previa concessione alle parti dei termini di rito per il deposito delle comparse conclusionali e delle memorie di replica.

MOTIVI DELLA DECISIONE

LE ISTANZE ISTRUTTORIE

1. Si devono preliminarmente richiamare le ordinanze 04.07.03 e 09.02.05, che hanno statuito sulle istanze istruttorie delle parti, il cui contenuto è da intendersi in questa sede interamente trascritto.

IL MERITO DELLA CAUSA

2. Parte attrice ha agito in giudizio chiedendo il risarcimento del danno conseguente al dedotto inadempimento dei due contratti di gestione patrimoniale stipulati, per avere la banca agito in totale difformità dal benchmark indicato, in particolare errando nella politica di investimento (errore di *asset location*) e nella selezione dei titoli (errore di *stock picking*).

L'attrice ha anche dedotto la violazione da parte della convenuta dell'obbligo di comunicare le perdite subite nel corso delle gestioni, anche quando tali perdite hanno superato il 30 % del valore del patrimonio (violando

P

quanto previsto all'art. 28 comma 4 regolamento Consob 11522/98).

La medesima attrice ha da ultimo prospettato una responsabilità precontrattuale della convenuta nello svolgimento delle trattative e nella formazione dei due contratti di gestione, per avere usato forme di pubblicità ingannevole nei *depliant* a lei fornito, ove veniva prospettata la sola eventualità di crescita del capitale, senza che fosse fatto alcun accenno alla possibilità che il patrimonio potesse diminuire per effetto del mercato o di errori gestionali.

3. Si deve subito rilevare che l'attrice non ha dedotto alcun danno conseguente alle asserite mancate comunicazioni delle perdite, né ha in concreto allegato che - se fosse stata informata per tempo delle perdite - avrebbe tenuto una condotta diversa da quella effettivamente tenuta.

Nessun pregiudizio risulta dedotto neppure con riferimento alla prospettata responsabilità precontrattuale, non avendo l'attrice allegato che in assenza della visione della pubblicità del servizio contenuta nei *depliant* prodotto non avrebbe stipulato il contratto o che l'avrebbe stipulato ad condizioni diverse.

Sono stati prospettati danni solo in conseguenza del mancato rispetto delle disposizioni inerenti il *benchmark* (v. p. 9 atto di citazione), sicché nessuna domanda risarcitoria può essere valutata nel merito se non in base a quest'ultima doglianza.

4. È pertanto evidente che materia del contendere si incentra tutta sulla dedotta responsabilità contrattuale della convenuta, per avere agito in totale difformità dal *benchmark* indicato, in particolare per avere compiuto errori nella politica di investimento (errore di *asset location*) e nella selezione dei titoli (errore di *stock picking*).

Atti
1994

IL CONTRATTO DI GESTIONE DI PORTAFOGLI DI INVESTIMENTO

5. Com'è noto, la lettera d) dell'art. 2 comma 5 t.u.f. (nel tempo reiteratamente modificato) comprende tra i servizi d'investimento la gestione su base individuale di portafogli di investimento per conto terzi. Il successivo titolo II del medesimo t.u.f. disciplina i servizi di investimento e, in particolare, al capo 2 regola lo svolgimento di tali servizi (artt. 21 e ss.), introducendo, accanto alla disciplina generale, una disciplina particolare proprio per le gestioni in esame (art. 24).

Con delibera n. 11522 del 01.07.98 (e succ. mod.) la Consob, in applicazione dell'art. 6 comma 2 t.u.f., ha poi adottato il regolamento di attuazione del t.u.f. concernente la disciplina degli intermediari che, con riguardo ai servizi di investimento, oltre a contenere disposizioni di carattere generale (artt. 26-31), individua norme per la prestazione dei singoli servizi, compreso quello di gestione di portafogli (artt. 37-46).

Si deve subito rilevare che per il contratto di gestione è prevista, non solo l'adozione della forma scritta *ad substantiam* (art. 23 t.u.f.), con la specificazione di quanto deve essere in esso contenuto (art. 30 regolamento Consob 11522/98), come per tutti i contratti relativi alla prestazione di servizi di investimento, ma anche l'indicazione di speciali e ulteriori previsioni contrattuali necessarie (art. 24 t.u.f. e 37 regolamento Consob 11522/98).

D'accordo con la migliore dottrina, che si è pronunciata sul punto, il contratto di gestione deve ritenersi senza dubbio un contratto nominato, in quanto regolato espressamente dalle norme primarie e secondarie *supra* richiamate, e solo in via residuale, in mancanza delle disposizioni di settore, dalle norme sul mandato professionale, caratterizzato dalla funzione gestoria (compimento di una complessiva attività e non di singoli atti).



Rispetto agli altri servizi di investimento - quali la negoziazione, la trasmissione degli ordini, il collocamento - il servizio di gestione è senza dubbio il più pervasivo sul piano fiduciario, in quanto con esso il cliente rimette all'intermediario una delega a gestire discrezionalmente il proprio patrimonio nei limiti imposti dalla disciplina normativa e, appunto, dal contratto.

Tra le parti si instaura un rapporto fiduciario, il virtù del quale il risparmiatore trasferisce il controllo del proprio patrimonio finanziario all'intermediario, affinché questi lo gestisca nell'esclusivo interesse del risparmiatore stesso.

La gestione di portafogli di investimento può pertanto essere definita come un contratto a titolo oneroso, in cui il cliente incarica l'intermediario di adottare entro margini di discrezionalità più o meno ampi decisioni di investimento mediante operazioni su strumenti finanziari finalizzate alla valorizzazione del patrimonio gestito, i cui risultati positivi o negativi ricadono direttamente sul patrimonio del cliente stesso.

La Consob ha evidenziato che in questi casi l'intermediario si obbliga ad effettuare valutazioni discrezionali circa l'opportunità di compiere investimenti o disinvestimenti e a porre in essere le relative operazioni, con la finalità di *valorizzare un determinato patrimonio mediante il compimento di una serie di atti unitariamente volti al conseguimento di un risultato utile* (risp. Ques. Nn. 9405134/1994 e 99023323/1999).

La gestione individuale si distingue pertanto da quelle collettive - o in monte - (oltre che per la circostanza che il patrimonio di ogni singolo cliente è sempre distinto da quello dell'intermediario e da quello degli altri clienti), per il carattere potenzialmente personalizzato della gestione, che viene svolta

nell'interesse del singolo investitore (e non già di una massa di clienti), anche se con una certa standardizzazione, derivante dal ricorso a linee di gestione predeterminate. Indice di questa possibile personalizzazione è il potere dell'investitore di impartire *istruzioni vincolanti* (art. 24 t.u.f.).

La gestione individuale si distingue anche dalle negoziazioni per conto terzi, per l'attribuzione all'intermediario di elementi di discrezionalità (in riferimento alla gestione nel complesso) nella scelta delle operazioni da porre in essere, e dalle consulenze in materia di investimenti finanziari, per l'assunzione in capo all'intermediario non solo dell'obbligo di valutare l'opportunità di alcuni investimenti ma anche di compiere le relative operazioni.

Ovviamente l'obbligazione che assume l'intermediario finanziario è pur sempre un'obbligazione di mezzi, ove l'alto grado delle competenze tecniche richieste al gestore non prelude a un risultato, ma è espressione della particolare tecnicità della prestazione.

6. La tipologia dei contratti in esame è dettagliatamente disciplinata nel regolamento Consob 11522/98.

A integrazione di quanto è stabilito per la generalità dei contratti di prestazione di servizi di investimento, l'art. 37 comma 1 lett. a) regolamento cit. prescrive infatti l'obbligatoria indicazione nel contratto delle *caratteristiche della gestione*.

L'elemento peculiare del contenuto del contratto in esame è rappresentato proprio dall'obbligo di tale indicazione.

Il cliente è chiamato a definire il "tipo" di gestione cui intende accedere (ad esempio: gestione sui soli mercati domestici, ovvero sui mercati internazionali, gestione in titoli azionari, ovvero anche in strumenti di altro tipo,



ecc.).

In questo modo già al momento della sottoscrizione del contratto il cliente è chiamato a comprendere la misura e la natura del rischio a cui va incontro e l'intermediario ad avere un'esatta individuazione dei margini discrezionali a lui rimessi, soprattutto sotto il profilo del rischio.

Tali finalità vengono conseguite con la definizione preventiva dei criteri e delle caratteristiche di gestione, integrati dall'indicazione del *benchmark*, che viene a costituire un indicatore tecnico che esprime sinteticamente le caratteristiche di gestione.

Nel contratto si deve pertanto espressamente stabilire *quali categorie di strumenti finanziari* (e eventualmente entro quali limiti) possono essere parte dell'*asset location* ed entrare così a far parte del portafoglio in gestione (art. 38 comma 1 lett. a e 39 regolamento cit.).

Allo stesso modo si deve precisare *qual genere di operazioni sono consentite* con riguardo agli strumenti finanziari di volta in volta acquisiti (art. 38 comma 1 lett. b e 40 regolamento cit.), dovendo indicarsi espressamente quante non si possono praticare senza una preventiva autorizzazione del cliente (e ulteriori precisazioni il contratto deve contenere con riguardo all'impiego di strumenti finanziari derivati).

Si deve inoltre indicare la misura massima della *leva finanziaria* (art. 37 comma 2, 38 comma 1 lett. c e 41 regolamento cit.), che l'intermediario è autorizzato a impiegare (la leva finanziaria è un'indicazione dell'esposizione a rischio del portafoglio in gestione, che si ricava dal rapporto esistente tra controvalore delle posizioni in strumenti finanziari e controvalore del patrimonio in amministrazione).

Infine, l'intermediario deve individuare un obiettivo parametro di



riferimento - o come si usa dire *benchmark* - coerente con i rischi ad essa connessi, che serve a valutare gli andamenti e i risultati della gestione (art. 38 lett. d e 42 regolamento cit.).

7. Ai sensi dell'art. 42 regolamento cit., il *benchmark* è dato da indicatori finanziari che, per essere elaborati da soggetti terzi o per essere comunque di comune utilizzo, consentono all'investitore una razionale valutazione dell'attività dell'intermediario.

Esso costituisce una sintesi delle caratteristiche di gestione, espresse sotto un valore numerico, ma, come si evince dalla lettera della disposizione appena richiamata, non impone al gestore di acquistare titoli nelle proporzioni eventualmente indicate nel *benchmark* stesso, nè garantisce al cliente un rendimento corrispondente al suo andamento.

Il *benchmark* - in uno con le altre caratteristiche di gestione previste dall'art. 38 - esprime non solo quantitativamente ma anche qualitativamente il profilo di rischio della gestione: rappresenta i rischi di mercato, cui tipicamente è esposto il patrimonio gestito, e costituisce il modello di una strategia neutrale di investimento.

L'intermediario proverà a conseguire risultati di gestione capaci di corrispondere al *benchmark*, o a fare anche di meglio. Ma il conseguimento di un rendimento inferiore al parametro di riferimento non costituisce di per sé inadempimento del gestore, il quale, come *supra* evidenziato, non assume alcun obbligo di risultato.

Se viene adottato uno stile gestionale "passivo" l'intermediario si limiterà a replicare la composizione del parametro prescelto, mentre nel caso di stile gestionale "attivo" il gestore differirà la composizione del portafoglio in modo più o meno marcato da quella del parametro di riferimento.

selezionando gli strumenti finanziari che adotta.

Naturalmente i criteri e le caratteristiche di gestione definite a norma degli art. 38 e 39 devono essere congruenti al *benchmark*: un tasso di breve periodo sarà coerente con una gestione di liquidità. Un indice obbligazionario (Rendistato, Rendiob, CityGroup Government Bond Index) sarà coerente con una gestione rivolta ai titoli obbligazionari. Un indice azionario (Comit, Morgan Stanley Capital Index) sarà coerente con caratteristiche di gestione incentrate sui mercati azionari. Per le gestioni miste, le cui caratteristiche prevedono la contemporanea presenza di titoli di liquidità, titoli obbligazionari e titoli azionari, spesso il *benchmark* di riferimento viene espresso come media ponderata dei relativi indici di comparto (ad esempio: 30% Rendiob, 40% Rendistato, 30% Comit).

IL CASO .it

Ad ogni *benchmark* è pertanto associato un rischio, misurato statisticamente dalla volatilità (variabilità del tasso di rendimento di un titolo su un determinato arco temporale) che caratterizza il parametro assunto a riferimento.

E' evidente ad esempio che un impiego di liquidità (a breve) o un impiego su titoli governativi a breve-medio termine presentano, nel corso del tempo, un rendimento alquanto stabile e quindi margini di rischio minimi, mentre un impiego in obbligazioni societarie, e ancor più in azioni, presentano livelli di rischio che possono assumere livelli altissimi: la variabilità dei prezzi di mercato per questi ultimi titoli è notevolmente maggiore di quella storicamente osservata in titoli governativi (di primari paesi) e di breve termine.

Il rischio associato ad un portafoglio viene tecnicamente misurato proprio in base alle variazioni osservate statisticamente sul mercato nei prezzi



dei titoli che compongono il portafoglio stesso (*standard deviation*).

Un portafoglio potrà ritenersi efficiente (correttamente gestito) se, posto un limite di rischio (variabilità), consegue il massimo rendimento nel rispetto di tale vincolo.

Un impiego azionario, ad esempio, fornirà un rendimento apprezzabilmente più alto di un impiego obbligazionario (7 - 8 punti percentuali nelle serie storiche di lungo periodo), ma tale rendimento potrà essere probabilisticamente conseguito solo nella media di una serie molto lunga di anni, in ciascuno dei quali la performance potrà subire una significativa variabilità.

Pertanto, soprattutto per portafogli caratterizzati da un limitato orizzonte temporale (3/5 anni), a meno di un'elevatissima propensione al rischio, si preferisce concentrare la parte prevalente degli impieghi nel breve termine e nel comparto di primari titoli governativi obbligazionari, limitando, al più, a qualche punto percentuale la componente azionaria.

IL PRIMO CONTRATTO DI GESTIONE DATATO 08.03.99

la composizione del portafoglio

8. Quanto appena illustrato impone subito di ribadire che il *benchmark* non obbliga l'intermediario a fornire un portafoglio uguale a quello indicato nel parametro di riferimento (altrimenti verrebbe meno la discrezionalità che è tipica del contratto in esame), anche se il cliente può porre dei limiti alla tipologia dei titoli che il gestore può utilizzare.

Il contratto stipulato in data 08.03.99 (doc. 2 fasc. att.), riporta nella sezione III (caratteristiche delle linee di investimento) la seguente scelta:

° Tipo C - Azionario Globale

Composta dai seguenti strumenti Finanziari:

a) azioni e altri titoli rappresentativi di capitale di rischio negoziabili sul mercato dei capitali;

b) obbligazioni, titoli di stato ed altri titoli di debito negoziabili sul mercato dei capitali;

IL CASO.it

c) quote di organismi di investimento collettivo appartenenti alle categorie "Azionari", "Bilanciati" e "Obbligazionari";

d) titoli normalmente negoziati sul mercato monetario;

e) qualsiasi altro titolo normalmente negoziato, che permetta di acquisire gli strumenti indicati nelle precedenti lettere, e i relativi indici;

f) contratti "futures" su strumenti finanziari, su tassi di interesse, su valute e sui relativi indici, anche quando l'esecuzione avvenga attraverso il pagamento di differenziali in contanti;

g) contratti di scambio a pronti e a termine (swaps) su tassi di interesse, su valute, nonché su indici azionari (equity swaps), anche quando l'esecuzione avvenga attraverso il pagamento di differenziali in contanti;

h) contratti a termine collegati a strumenti finanziari, a tassi di interesse, a valute e ai relativi indici, anche quando l'esecuzione avvenga attraverso il pagamento di differenziali in contanti;

i) contratti di opzione per acquistare o vendere gli strumenti indicati nelle precedenti lettere e i relativi indici, nonché contratti di opzione su valute, su tassi d'interesse e sui relativi indici, anche quando l'esecuzione avvenga attraverso il pagamento di differenziali in contanti;

j) combinazioni di contratti o di titoli indicati nelle precedenti lettere.

Categorie di strumenti finanziari:

a) denominati in divise di stati appartenenti all'Unione Europea, agli Stati Uniti d'America, al Giappone, agli altri Stati appartenenti all'O.C.S.E., a tutti gli altri

Stati;

b) negoziati in un mercato di uno Stato appartenente all'Unione Europea, negoziati in un mercato di uno Stato appartenente all'O.C.S.E., negoziati in un mercato di un altro Stato, quelli non negoziati in alcun mercato;

c) emessi da organismi di investimento collettivo assoggettati alle disposizioni delle direttive dell'Unione Europea, emessi da organismi di investimento collettivo non assoggettati alle disposizioni delle direttive comunitarie ma aventi sede in Stati appartenenti all'O.C.S.E., emessi da organismi di investimento collettivo aventi sede in tutti gli altri Stati;

d) titoli di debito emessi o garantiti da Stati appartenenti all'O.C.S.E. o emessi da enti internazionali di carattere pubblico, emessi o garantiti da Stati non appartenenti all'O.C.S.E., emessi da altri emittenti anche privi di rating ottenuto da agenzie di valutazione indipendenti;

e) titoli di debito con durata finanziaria non superiore all'anno, titoli di debito con durata finanziaria non superiore a 36 mesi, titoli di debito con durata finanziaria superiore a 36 mesi.

Tipologie delle operazioni:

a) compravendite a pronti;

b) compravendite a termine;

c) compravendite a premio;

d) operazioni di prestito titoli e riporto;

e) pronti contro termine.

Conferimento iniziale minimo: 100.000.000

Leva finanziaria massima: 1

Parametro oggettivo di riferimento: 30% indice titoli distato JP Morgan Globale in lire; 70% indice mondiale MSCI in lire (il cambio lira/dollaro

R

utilizzato è quello della rilevazione Banca d'Italia del giorno)."

IL CASO.it

Nella linea di investimento prescelta sono indicati gli strumenti finanziari da impiegare, ma non è previsto alcun limite percentuale all'utilizzo degli strumenti finanziari.

L'attrice non aveva pertanto ragione di pretendere, né in ragione del benchmark né in ragione della linea di investimento prescelta, una particolare proporzione tra i diversi strumenti finanziari indicati.

Tuttavia è evidente che la scelta di compiere operazioni con determinate tipologie di strumenti finanziari, piuttosto che con altri, come pure la distribuzione degli strumenti presenti nel portafogli, indicano l'assunzione di determinati obiettivi e dei corrispondenti rischi che, se connotano in modo pregnante la gestione, possono costituire un indice della corrispondenza o meno di tale gestione a quella scelta dal cliente e cioè alla correttezza della politica d'investimento adottata.

Le scelte d'investimento

9. Con riguardo alle contestazioni relative alle scelte d'investimento, occorre tenere presente, oltre alla tipologia d'investimento scelta, sopra descritta, anche quanto indicato nella scheda cliente (*rectius* scheda informazioni su propensione al rischio obiettivi d'investimento esperienza in materia di investimenti e situazione finanziaria).

Con la compilazione di tale scheda il cliente fornisce informazioni all'intermediario, in modo tale che quest'ultimo possa valutare l'adeguatezza delle operazioni, che poi dovrà compiere (anche) in relazione alla propensione al rischio del cliente. Prova ne è il fatto che tali informazioni devono essere acquisite non solo prima della stipula del contratto di gestione, ma anche prima della stipula del contratto di consulenza e comunque prima



della prestazione dei servizi di investimento (e dei servizi accessori a questi ultimi collegati), come previsto all'art. 28 comma 1 lett. a) regolamento Consob 11522/98.

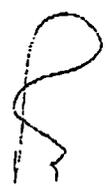
In tale scheda, quanto alla propensione al rischio, l'attrice ha dichiarato di ritenere prioritario il raggiungimento di un rendimento potenzialmente elevato in un arco temporale lungo con andamento della redditività non necessariamente costante, precisando che, nel caso in cui il patrimonio investito subisse nell'arco di un periodo molto breve (indicativamente 3 mesi) una svalutazione pari al 3 %, si sarebbe sentita propensa ad aspettare che il patrimonio si rivaluti, perché aveva un'ottica temporale di investimento decisamente superiore, dichiarandosi comunque non disponibile a tollerare per periodi molto brevi (circa 3 mesi), e nel momento in cui si verificassero situazioni di eccezionale tensione sui mercati finanziari, un rendimento momentaneamente negativo in misura superiore al 5%".

Per quanto riguarda gli obiettivi di investimento l'attrice ha indicato, come *obiettivo generale*, la crescita del capitale e, come *obiettivo temporale e di rivalutabilità*, la rivalutabilità del patrimonio con ottica temporale di almeno cinque anni.

L'attrice ha inoltre dichiarato di avere una notevole esperienza in materia di investimenti, dichiarando di non avere operato, tra tutte le tipologie indicate, soltanto in strumenti derivati (*futures, options, ecc...*).

Non risulta invece avere fornito informazioni in ordine alla loro situazione finanziaria.

Comparando le dichiarazioni contenute in questa scheda con le linee di investimento scelte nel contratto di gestione (v. *supra*), il CTU - in una relazione sul punto logica e congruamente motivata, da intendersi pertanto in



questa sede richiamata - ha ritenuto che il parametro oggettivo di riferimento scelto (benchmark) è coerente con le informazioni contenute nella scheda appena richiamata ed anche con la linea di investimento prescelta.

In altre parole la banca, conformemente a quanto stabilito all'art. 42 comma 1 regolamento Consob 11522/98, ha indicato un parametro di riferimento rispondente ai rischi della linea di investimento scelta e in armonia con la propensione al rischio rappresentata dai clienti, con la conseguenza che la linea d'investimento scelta risulta coerente con la propensione al rischio risultante dalla scheda cliente.

10. Tenuto conto degli elementi fino ad ora evidenziati, non può ritenersi che la convenuta abbia operato compiendo scelte d'investimento conformi al profilo di rischio dell'investitore.

Deve subito rilevarsi che, dalla relazione peritale agli atti - anche sul punto logica e congruamente motivata, da intendersi pertanto in questa sede richiamata, - nel corso della gestione, durata poco più di due anni, il rischio effettivamente corso dall'attrice è stato del 44 % superiore a quello risultante dal *benchmark*.

Il CTU ha precisato che è statisticamente dimostrato che, per una serie di motivi, da intendersi qui richiamati, un patrimonio gestito è sempre più rischioso del *benchmark*, che non è possibile riprodurre perfettamente (p. 23 della relazione peritale), ma ha anche aggiunto che, nella specie, il maggior rischio è dipeso anche dal fatto che nella specie la percentuale di investimento in titoli maggiormente rischiosi è stata decisamente superiore a quella utilizzata per il conteggio del *benchmark*.

In particolare il CTU ha evidenziato che il portafoglio è stato sempre investito, tranne sporadici inserimenti di obbligazioni e di fondi di liquidità, in azioni e



fondi azionari (generalmente Gestnord), il cui rischio è decisamente superiore a ogni altro tipo d'investimento (p. 21 della relazione peritale).

Come sopra evidenziato, un impiego azionario è in grado di fornire un rendimento apprezzabilmente più alto di un impiego obbligazionario, ma tale rendimento potrà essere probabilisticamente conseguito solo nella media di una serie molto lunga di anni, in ciascuno dei quali la performance potrà subire una significativa variabilità. Pertanto, soprattutto per portafogli caratterizzati da un limitato orizzonte temporale, a meno di un'elevatissima propensione al rischio, è preferibile accentrare la parte prevalente degli impieghi nei breve termine e nel comparto di primari titoli governativi obbligazionari, limitando, al più, a qualche punto percentuale la componente azionaria.

Nei caso di specie l'attrice, nella scheda cliente sopra riportato, ha manifestato l'intenzione di raggiungere un rendimento elevato nel lungo periodo, così dando spazio alla scelta di investire in titoli azionari, ma ha anche precisato di essere disposta a subire per periodi brevi perdite non superiori al 5 % del capitale, indicando una propensione al rischio media, che pertanto richiedeva una presenza nel portafoglio di strumenti finanziari diversi da quelli azionari in proporzione maggiore di quella effettiva, in modo da rendere più stabile nel breve periodo il portafoglio.

Non può pertanto ritenersi che la gestione in concreto effettuata, con particolare riguardo alla tipologia degli strumenti negoziati, sia stata adeguata al profilo di rischio del cliente.

La convenuta avrebbe dovuto scegliere anche altri strumenti finanziari meno rischiosi (obbligazioni, titoli di stato europei o monetario) e distribuire questi strumenti, in modo da rispettare la propensione al rischio indicata dagli



attori.

11. Non assume rilievo quanto dedotto da parte convenuta in ordine alla brevità del periodo di osservazione, in ragione dell'allegato rapporto di proporzionalità diretta tra il periodo di osservazione e la possibilità di effettuare una valutazione significativa della qualità della gestione.

IL CASO.it

Si consideri infatti che nel contratto non è prevista una durata minima della gestione, potendo anzi il cliente recedere ogni momento (art. 13 sez. II – mandato di gestione di portafogli d'investimento), sicché non può essere di per sé stigmatizzata la decisione dell'attrice di cessare la gestione dopo poco più di due anni dal suo inizio a fronte delle ingenti perdite subite. Né risulta dagli atti di causa provato alcun concorso di colpa della cliente nella determinazione del danno subito, in ragione della decisione di recedere dal contratto di gestione in un momento piuttosto che in un altro.

Neppure assume rilievo quanto eccepito da parte convenuta in ordine alla scarsità delle rilevazioni effettuate dal CTU, tenuto conto che comunque esse non possono avere inciso sulla descrizione della gestione che è comunque stata sempre e sistematicamente orientata pressoché esclusivamente su titoli azionari.

Deve pertanto essere accolta la domanda volta ad ottenere il risarcimento del danno conseguente al sopra descritto inadempimento.

12. Per quanto riguarda la liquidazione del danno, in mancanza di diversa specifica allegazione e prova, deve tenersi come punto di riferimento il rendimento di una gestione passiva che replica il parametro di riferimento.

Non possono in questa sede essere considerate eventuali maggiori aspettative di guadagno che gli investitori potevano attendere al momento della stipula del contratto di gestione, non avendo le parti onerate fornito

elementi per ritenere con certezza l'esistenza di tale possibilità di guadagno con una diversa gestione.

La differenza tra i risultati di gestione effettivi e quelli che avrebbe offerto una gestione conforme al *benchmark* può dunque essere intesa come danno conseguente alla non adeguata distribuzione della tipologia degli investimenti in relazione alle caratteristiche dell'investitore.

Si deve tuttavia tenere presente quanto allegato dal CTU, e *supra* riportato, in ordine alla obiettiva impossibilità per il gestore di adeguare perfettamente in concreto la gestione al parametro di riferimento (p. 23 della relazione peritale), sicché deve essere addebitato alla convenuta come danno ad essa imputabile solo una percentuale della differenza tra i risultati di gestione indicati, che questo giudice ritiene equo determinare nella misura del 70 %.

Il CTU nella relazione agli atti - anche sul punto logica, completa e congruamente motivata da intendersi pertanto in questa sede richiamata - ha accertato al 28.05.01 tale differenza in lire 247.568.789 pari ad euro 127.858,61 (v. p. 34 della relazione peritale) il cui 70 % corrisponde ad euro 89.501,03.

13. Il danno subito va raggugliato ad un criterio di adeguamento temporale, che appare equo individuare nella rivalutazione monetaria della somma di euro 89.501,02, come sopra determinata, dal 28.05.01 fino alla data della decisione.

È infatti principio consolidato in giurisprudenza che l'obbligazione di risarcimento del danno, ancorché derivante da inadempimento contrattuale, configura un debito di valore, in quanto diretta a reintegrare completamente il patrimonio del danneggiato, sicché resta sottratta al principio nominalistico e

deve essere quantificata tenendo conto della svalutazione monetaria (v. da ultimo Cass. 04.10.1999 n. 11021).

Pertanto, posto che il danno alla data del 28.05.01 risulta ammontare in complessivi euro 89.501,03, alla data della presente sentenza l'importo risulta corrispondere ad attuali euro 100.154,00.

14. Non possono invece essere liquidati gli interessi legali, pure richiesti da parte attrice.

Trattandosi di debito di valore tali interessi avrebbero potuto costituire una voce di danno ulteriore a titolo di lucro cessante per il mancato tempestivo godimento della somma determinata a titolo di risarcimento, ma nella specie è già stato valutato l'eventuale utile che l'investimento, in aderenza al parametro di riferimento, avrebbe apportato e parte attrice non ha neppure allegato l'eventuale maggiore utile derivante da un diverso e ulteriore impiego del denaro (v. da ultimo Cass. 28.07.05 n. 15823).

IL SECONDO CONTRATTO DI GESTIONE DATATO 15.12.99

la composizione del portafoglio

15. Il contratto stipulato in data 15.12.99 (doc. 1 fasc. att.), riporta nella sezione III (caratteristiche delle linee di investimento) la seguente scelta:

" Tipo F – Gestione Fondi

Composta dai seguenti strumenti Finanziari:

Composta dai seguenti strumenti Finanziari:

a) obbligazioni, titoli di stato ed altri titoli di debito negoziabili sul mercato dei capitali;

b) titoli normalmente negoziati sul mercato monetario;

c) quote di organismi di investimento collettivo appartenenti alle categorie " Azionari"; Bilanciati " e " Obbligazionari";

Categorie di strumenti finanziari:

- a) denominati in divise di stati appartenenti all'Unione Europea, agli Stati Uniti d'America, al Giappone, agli altri Stati appartenenti all'O.C.S.E., a tutti gli altri Stati,*
- b) negoziati in un mercato di uno Stato appartenente all'Unione Europea, negoziati in un mercato di uno Stato appartenente all'O.C.S.E, negoziati in un mercato di un altro Stato, quelli non negoziati in alcun mercato;*
- c) emessi da organismi di investimento, collettivo assoggettati alle disposizioni delle direttive dell'Unione Europea, emessi da organismi di investimento collettivo non assoggettati alle disposizioni delle direttive comunitarie ma aventi sede in Stati appartenenti all'O.C.S.E., emessi da organismi di investimento collettivo aventi sede in tutti gli altri Stati;*
- d) titoli di debito emessi o garantiti da Stati appartenenti all'O.C.S.E., o emessi da enti internazionali di carattere pubblico, emessi o garantiti da Stati non appartenenti all'O.C.S.E., emessi da altri emittenti anche privi di rating ottenuto da agenzie di valutazione indipendenti;*
- e) titoli di debito con durata finanziaria non superiore all'anno, titoli di debito con durata finanziaria non superiore a 36 mesi, titoli di debito con durata finanziaria superiore a 36 mesi.*

Tipologie delle operazioni:

Parametro oggettivo di riferimento: indice Fideuram generale".

È evidente che non è previsto alcun limite percentuale all'utilizzo degli strumenti finanziari, sicché anche in questo caso l'attrice non aveva pertanto ragione di pretendere, né in ragione del *benchmark* né in ragione della linea di investimento prescelta, una particolare proporzione tra i diversi strumenti finanziari indicati.

Come già evidenziato però, la scelta di compiere operazioni con determinate tipologie di strumenti finanziari, piuttosto che con altri, come pure la distribuzione degli strumenti presenti nel portafogli, indicano l'assunzione di determinati obiettivi e dei corrispondenti rischi che, se connotano in modo pregnante la gestione, possono costituire un indice della corrispondenza o meno di tale gestione a quella scelta dal cliente e cioè alla correttezza della politica d'investimento adottata.

segue: le scelte d'investimento

16. Con riguardo alle contestazioni relative alla politica d'investimento della convenuta, occorre anche in questo caso tenere presente, oltre alla tipologia d'investimento scelta, sopra descritta, anche quanto indicato nella nuova scheda cliente (*rectius* scheda informazioni su propensione al rischio obiettivi d'investimento esperienza in materia di investimenti e situazione finanziaria).

In tale scheda, quanto alla propensione al rischio, l'attrice ha dichiarato di ritenere prioritario il raggiungimento di un rendimento potenzialmente elevato in un arco temporale lungo con andamento della redditività non necessariamente costante, confermando che, nel caso in cui il patrimonio investito subisse nell'arco di un periodo molto breve (indicativamente 3 mesi) una svalutazione pari al 3 %, si sarebbe sentita propensa ad aspettare che il

patrimonio si rivaluti, perché l'ottica temporale di investimento è decisamente superiore, dichiarandosi però non disponibile a tollerare, per periodi molto brevi (circa 3 mesi), e nel momento in cui si verificassero situazioni di eccezionale tensione sui mercati finanziari, un risultato di rendimento momentaneamente negativo in misura superiore al 10%".

Per quanto riguarda gli obiettivi di investimento l'attrice ha indicato, come *obiettivo generale*, la crescita del capitale e, come *obiettivo temporale e di rivalutabilità*, la compresenza di redditività e rivalutabilità del patrimonio con ottica temporale di almeno tre anni.

L'attrice ha inoltre dichiarato di avere una notevole esperienza in materia di investimenti, escludendo, tra tutte le tipologie indicate, soltanto la negoziazione in strumenti derivati (*futures, options, ecc...*).

Non risulta invece avere fornito informazioni in ordine alla loro situazione finanziaria.

Anche in questo caso, comparando le dichiarazioni contenute in questa scheda con le linee di investimento scelte nel contratto di gestione (v. *supra*), il CTU - in una relazione sul punto logica e congruamente motivata, da intendersi pertanto in questa sede richiamata - ha ritenuto che il parametro oggettivo di riferimento scelto (benchmark) è coerente con le informazioni contenute nella scheda appena richiamata ed anche con la linea di investimento prescelta.

17. Tenuto conto degli elementi fin'ora acquisiti, deve ritenersi che anche nel gestire il presente portafoglio la convenuta risulta avere compiuto scelte d'investimento non conformi ai limiti e agli obiettivi d'investimento.

Deve subito rilevarsi che dalla relazione peritale agli atti - anche sul punto logica e congruamente motivata, da intendersi pertanto in questa sede

richiamata – nel corso della gestione, durata circa un anno e mezzo, il rischio effettivamente corso dall'attrice è stato del 423 % superiore a quello risultante dal *benchmark*.

Anche in questo caso il CTU ha precisato che il patrimonio gestito è sempre più rischioso *del benchmark* (p. 23 e 26 della relazione peritale), aggiungendo che comunque il maggior rischio è dipeso anche dal fatto che nella specie la percentuale di investimento in titoli maggiormente rischiosi è stata decisamente superiore a quella utilizzata per il conteggio del *benchmark*.

In particolare il CTU ha evidenziato che il portafogli è stato investito, tranne sporadici inserimenti di obbligazioni e di fondi obbligazionari, in fondi azionari (generalmente Gestnord), il cui rischio è decisamente superiore ad altro tipo d'investimento (p. 24 della relazione peritale).

Anche in questo casi si tratta di un investimento in grado di fornire un rendimento apprezzabilmente più alto di un impiego obbligazionario, che tuttavia può essere probabilisticamente conseguito solo nella media di una serie molto lunga di anni, in ciascuno dei quali la performance potrà subire una significativa variabilità. Pertanto, soprattutto per portafogli caratterizzati da un limitato orizzonte temporale, a meno di un'elevatissima propensione al rischio, è preferibile concentrare la parte prevalente degli impieghi nel breve termine e nel comparto di primari titoli governativi obbligazionari, limitando, al più, a qualche punto percentuale la componente azionaria.

Nel caso di specie l'attrice, nella scheda cliente ha manifestato l'intenzione di raggiungere un rendimento elevato nel lungo periodo, precisando di essere disposta a subire per periodi brevi perdite non superiori al 10 % del capitale, così dando spazio alla scelta di investire in titoli azionari, ma ha anche evidenziato come obiettivi di investimento la compresenza di

redditività, oltre che di rivalutabilità del capitale, in un'ottica temporale decisamente breve (almeno tre anni) ponendo, come parametro di riferimento un indice (Fideuram generale), utilizzato per valutare la performance delle gestioni in fondi, la cui componente azionaria (pur essendo variabile, non è superiore al 50% (v. p. 24 della relazione peritale).

L'attrice pertanto, pur evidenziando una maggiore propensione al rischio rispetto al contratto precedente, ha tuttavia individuato obiettivi di investimento di redditività, oltre che di rivalutabilità, peraltro per un periodo più breve di quello indicato nel precedente contratto, che, tenuto conto della tipologia del parametro di riferimento, richiedeva una presenza nel portafoglio di strumenti finanziari diversi da quelli azionari in proporzione maggiore di quella effettiva, in modo da rendere più stabile nel breve periodo il portafoglio.

Il rischio impresso alla gestione è invece stato clamorosamente più elevato di quello accettato in contratto.

Non può pertanto ritenersi che la gestione in concreto effettuata, con particolare riguardo alla tipologia degli strumenti negoziati, sia stata adeguata al profilo di rischio del cliente.

La convenuta avrebbe dovuto scegliere anche altri strumenti finanziari meno rischiosi (obbligazioni, titoli di stato europei o monetario) e distribuire questi strumenti, in modo da rispettare la propensione al rischio indicata dagli attori.

18. Anche in questo caso non assume rilievo quanto dedotto da parte convenuta in ordine alla brevità del periodo di osservazione, in ragione dell'allegato rapporto di proporzionalità diretta tra il periodo di osservazione e la possibilità di effettuare una valutazione significativa della qualità della gestione.

Si consideri infatti che nel contratto non è prevista una durata minima della gestione, potendo anzi il cliente recedere ogni momento (art. 13 sez. II – mandato di gestione di portafogli d'investimento), sicché non può essere di per sé stigmatizzata la decisione dell'attrice di cessare la gestione dopo poco un anno e mezzo dal suo inizio a fronte delle ingenti perdite subite. Né risulta provato alcun concorso di colpa dell'attrice nella determinazione del danno subito, in ragione della decisione di recedere dal contratto di gestione in un momento piuttosto che in un altro.

Neppure assume rilievo quanto eccepito da parte convenuta in ordine alla scarsità delle rilevazioni effettuate dal CTU, tenuto conto che comunque esse non possono avere inciso sulla descrizione della gestione che è comunque stata sistematicamente orientata in percentuali elevatissime su fondi azionari.

Deve pertanto essere accolta la domanda volta ad ottenere il risarcimento del danno conseguente al sopra descritto inadempimento.

19. Per quanto riguarda la liquidazione del danno, in mancanza di diversa specifica allegazione e prova, deve tenersi come punto di riferimento il rendimento di una gestione passiva che replica perfettamente il parametro di riferimento.

Non possono in questa sede essere considerate eventuali maggiori aspettative di guadagno che gli investitori potevano attendere al momento della stipula del contratto di gestione, non avendo le parti onerate fornito elementi per ritenere con certezza l'esistenza di tale possibilità di guadagno con una diversa gestione.

La differenza tra i risultati di gestione effettivi e quelli che avrebbe offerto una gestione conforme al *benchmark* può dunque essere intesa come danno conseguente alla non adeguata distribuzione della tipologia degli investimenti

in relazione alle caratteristiche dell'investitore.

Anche in questo caso si deve tenere presente quanto allegato dal CTU, in ordine alla obiettiva impossibilità di adeguare perfettamente in concreto la gestione al parametro di riferimento (v. *supra*), sicché deve essere addebitata alla convenuta, come danno ad essa imputabile, solo una percentuale della differenza tra i risultati di gestione sopra indicati, che questo giudice ritiene equo determinare nella misura del 70 %.

Il CTU nella relazione agli atti - anche sul punto logico, completa e congruamente motivata da intendersi pertanto in questa sede richiamata - ha accertato al 28.05.01 tale differenza in lire 393.166.028 pari ad euro 203.053,31 (v. p. 36 della relazione peritale) il cui 70 % corrisponde ad euro 142.137,32.

20. Il danno subito va raggugliato ad un criterio di adeguamento temporale, che appare equo individuare nella rivalutazione monetaria della somma di euro 142.137,31, come sopra determinata, dal 28.05.01 fino alla data della decisione.

È infatti principio consolidato in giurisprudenza che l'obbligazione di risarcimento del danno, ancorché derivante da inadempimento contrattuale, configura un debito di valore, in quanto diretta a reintegrare completamente il patrimonio del danneggiato, sicché resta sottratta al principio nominalistico e deve essere quantificata tenendo conto della svalutazione monetaria (v. da ultimo Cass. 04.10.1999 n. 11021).

Pertanto, posto che il danno alla data del 28.05.01 risulta ammontare in complessivi euro 142.137,32, alla data della presente sentenza l'importo risulta corrispondere ad attuali euro 159.055,49.

21. Non possono invece essere liquidati gli interessi legali, pure

richiesti da parte attrice.

Trattandosi di debito di valore tali interessi avrebbero potuto costituire una voce di danno ulteriore a titolo di lucro cessante per il mancato tempestivo godimento della somma determinata a titolo di risarcimento, ma nella specie è stato già valutato l'eventuale utile che l'investimento in aderenza al parametro di riferimento avrebbe apportato e parte attrice non ha neppure allegato l'eventuale maggiore utile derivante da un diverso e ulteriore impiego del denaro (v. da ultimo Cass. 28.07.05 n. 15823).

STATUZIONI FINALI

22. In conclusione parte convenuta deve essere dichiarata tenuta e condannata al pagamento della complessiva somma di euro 259.209,49. Ogni altra domanda deve essere rigettata.

23. Le spese di lite, liquidate in dispositivo, seguono la soccombenza e gravano pertanto su parte convenuta.

Per gli stessi motivi, le spese di CTU, liquidate con decreto 01.12.05, vanno poste definitivamente a carico di parte convenuta.

P.Q.M.

Il Tribunale di Biella, nella persona del Giudice Istruttore in funzione di Giudice Unico, ogni diversa istanza, eccezione e deduzione disattesa, definitivamente pronunciando:

- 1) dichiara tenuta e condanna parte convenuta al pagamento della complessiva somma di euro 259.209,49;
- 2) rigetta ogni altra domanda;
- 3) condanna parte convenuta al pagamento delle spese processuali sostenute da parte attrice, che liquida in complessivi euro 11.000,00 (di cui euro 4.878,00 per diritti ed euro 485,17 per spese e il resto per

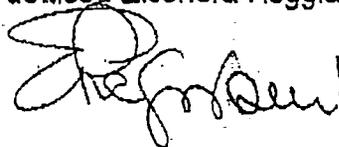
onorari), oltre 12,5 % su diritti ed onorari ex art. 14 t.f., IVA e CPA sugli imponibili;

- 4) pone definitivamente a carico della convenuta le spese di CTU, liquidate con decreto 01.12.05.

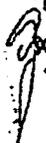
Così deciso in Biella il 05.04.07.

IL GIUDICE

dott.ssa Eleonora Reggiani



IL CANCELLIERE
EST. DI PUCCHIO GUARCIERO



TRIBUNALE DI BIELLA
DEPOSITATO IN CANCELLERIA
OGGI 5 APR 2007
IL CANCELLIERE
EST. DI PUCCHIO GUARCIERO

