



**REPUBBLICA ITALIANA
IN NOME DEL POPOLO ITALIANO
CORTE D'APPELLO DI BARI
-SECONDA SEZIONE CIVILE -**

La Corte d'Appello di Bari, Seconda Sezione Civile, riunita in camera di consiglio e composta dai magistrati

████████████████████

presidente

████████████████████

consigliere

████████████████████

consigliere relatore

ha emesso la seguente

SENTENZA

nella causa iscritta al n. **96** del ruolo generale degli affari contenziosi dell'anno **2016**

tra

████████████████████, elettivamente domiciliata in ██████████

████████████████████ presso lo studio dell'avv. ██████████ che la

rappresenta e difende, unitamente agli avv.ti ██████████

████████████████████, giusta procura in atti -----

----- **appellante principale**

e

████████████████████, elettivamente

domiciliati in ██████████ presso lo studio dell'avv.

████████████████████ che li rappresenta e difende, giusta procura in atti -----

----- **appellati e appellanti incidentali**

Conclusioni: all'udienza del 13 settembre 2024, i difensori delle parti hanno concluso come da rispettive note scritte.

Svolgimento del processo

Proposta, da ██████████ contro

████████████████████ (d'ora in poi – *breviter* – solo ██████████

████████████████████”), domanda di risarcimento del danno conseguente alla

violazione, da parte dell'intermediaria, degli obblighi di condotta previsti

per legge e per contratto nell'ambito di sei rapporti di gestione

patrimoniale, il Tribunale di Trani, con sentenza n. 1426/15 del 26.8.15,

ha condannato la convenuta al pagamento della somma complessiva di

€1.205.792,79, oltre interessi legali, ed alla rifusione delle spese processuali.

Con citazione del 13.1.16, ha proposto appello avverso la sentenza ■■■■■ chiedendo, in riforma della stessa, il rigetto della domanda, con vittoria di spese del doppio grado.

Si sono costituiti ■■■■■ i quali hanno chiesto il rigetto dell'appello, oltre a proporre appello incidentale per sentir condannare ■■■■■ al risarcimento del maggior danno sofferto, con vittoria di spese.

Disposta la rinnovazione della c.t.u. espletata in primo grado, le parti sono state invitate alla precisazione delle conclusioni e, all'udienza del 13 settembre 2024, la causa è stata trattenuta in decisione, con termini ex art. 190 c.p.c. per il deposito di comparse conclusionali e memorie di replica.

Motivi della decisione

Coi motivi di appello dal **primo** al **sesto**, ■■■■■ censura l'erroneo accertamento, da parte del Tribunale, della violazione: 1- dei limiti contrattualmente previsti, per non aver tenuto conto del consenso all'operazione prestatato dagli investitori e della tipologia degli strumenti finanziari acquistati, non qualificabili come rischiosi; 2- del divieto di inserire fondi hedge e speculativi nei portafogli delle linee di gestione 'Capital growth', 'Balanced' e 'Flex', attesa la coerenza di tali investimenti, peraltro compiuti in virtù di specifici ordini di acquisto ed avallati da successive modifiche contrattuali; 3- dei criteri di rendicontazione, attesa l'inconferenza delle quotazioni rilevate da Bloomberg; 4- dei limiti di rischiosità e concentrazione degli investimenti per effetto dell'operazione di private placement del 30.3.07 avente ad oggetto titoli 'Lehman Brothers', non potendo prevedersi il default dell'emittente; 5- del dovere di informazione passiva, essendone stato provato l'adempimento.

Col **settimo ed ottavo** motivo, si censurano l'accertamento e la liquidazione del danno patrimoniale, con riferimento sia all'*an debeat*, avendo la banca adempiuto a tutti i suoi doveri, che al *quantum*, per non aver il giudice considerato il guadagno ricavato dalla vendita dei titoli oggetto di investimento.

Infine, col **nono motivo** di appello, si critica la condanna alle spese di lite, in considerazione della fondatezza delle precedenti censure.

Dal canto loro, i sig.ri █████ censurano, con l'appello incidentale: col **primo motivo**, l'omessa pronuncia su talune violazioni contestate sin dall'atto di citazione, quali la mancata diversificazione del portafoglio, la concentrazione dei patrimoni in titoli illiquidi, la violazione della "best execution" nel private placement di obbligazioni 'Lehman Brothers' e la violazione del dovere di informazione attiva; col **secondo**, l'inesatto apprezzamento della violazione dell'obbligo di informazione passiva e di adeguatezza delle operazioni per gli investimenti realizzati da novembre 2007 a luglio 2008; col **terzo e quarto motivo**, la liquidazione del danno, ingiustamente sottostimato, prescindendo da perdite reali conseguenti alle violazioni commesse dalla banca.

La stretta connessione dei primi sei motivi di appello principale e dei primi due di quello incidentale, tutti inerenti al profilo dell'inadempimento della banca (che una parte afferma e l'altra nega), ne impone l'esame congiunto, per il quale si seguirà un ordine di trattazione di tipo tematico.

I motivi sono in parte fondati e vanno, per quanto di ragione e nei termini di cui appresso, accolti.

- *Violazione degli obblighi informativi.*

Va anzitutto osservato che i rapporti di gestione in oggetto si svolsero tra il 2006 ed il 2011¹, per cui la disciplina normativa applicabile è costituita dal d.lgs. n. 58/98 e dal relativo regolamento di attuazione n. 11522/98, sostituito dal Reg. Consob n. 16190/07 a far data dall'1.11.07.

In particolare, per quanto di rilievo, il d.lgs n. 58 del 1998, art. 21, nella formulazione *ratione temporis* applicabile, prevede, al comma 1, che, nella prestazione dei servizi e delle attività di investimento e accessori, gli intermediari devono: "a) comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza, per servire al meglio l'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati; b) acquisire le informazioni necessarie dai clienti e operare in modo che essi siano sempre adeguatamente informati".

In attuazione di tale disposizione, l'art. 28 del Reg. Consob n. 11522 del 1998 – ripreso dagli artt. 31, 39 e 40 del Reg. n. 16190/07 - pone a carico dell'intermediario obblighi informativi, attivi e passivi, preordinati al

¹ Nel dettaglio: 1) contratto di gestione di patrimoni mobiliari n. 444364 del 30.6.06, cointestato a █████ 2) contratto di gestione di patrimoni mobiliari n. 704383 del 20.10.06, intestato a █████ 3) contratti di gestione di patrimoni mobiliari n. 704409 e n. 434410 del 7.2.07, intestati a █████ 4) contratti di gestione di patrimoni mobiliari n. 704411 e n. 444412 del 7.2.07, intestati a █████

riequilibrio dell'asimmetria del patrimonio conoscitivo-informativo delle parti in favore dell'investitore, al fine di consentirgli una scelta realmente consapevole (cfr., in tema, Cass. 35776/23; 18293/23; 17333/23 33596/21; 16126/20; 7905/20). In particolare, è previsto che, prima della stipulazione del contratto di gestione e di consulenza in materia di investimenti e dell'inizio della prestazione dei servizi di investimento e dei servizi accessori a questo collegati, l'intermediario autorizzato chieda *“all'investitore notizie circa la sua esperienza in materia di investimenti in strumenti finanziari, la sua situazione finanziaria, i suoi obiettivi di investimento, nonché circa la sua propensione al rischio”* (art. 28, comma 1, lett. a) e gli consegni il documento sui rischi generali degli investimenti in strumenti finanziari (art. 28, comma 1, lett. b); inoltre, prima di compiere singole operazioni o prestare il servizio di gestione, egli deve fornire all'investitore *“informazioni adeguate sulla natura, sui rischi e sulle implicazioni di tale operazione, la cui conoscenza sia necessaria per effettuare consapevoli scelte di investimento o disinvestimento”* (art. 28, comma 2).

Sul piano processuale, la distribuzione degli oneri di allegazione e prova in sede giudiziale è regolata dall'art. 23, co. 6, d. lgs. n. 58 del 1998, secondo cui spetta all'intermediario dimostrare di avere agito con la diligenza richiestagli (Cass. 18702/16), ricorrendo un inadempimento fonte di risarcimento ogni qualvolta tale obbligo sia stato disatteso (Cass. 19891/22).

Tale norma, lungi dal comportare un'inversione dell'onere probatorio altrimenti discendente dall'art. 2697 c.c., si pone in perfetta armonia e continuità con la regola generale stabilita dall'art. 1218 c.c., che, in presenza dell'inadempimento, pone a carico del debitore la prova della sua non imputabilità (cfr. Cass. 12990/23; 17138/16).

Più in dettaglio, si è ripetutamente affermato da parte della ■■■ (cfr., *amplius*, in motivazione, Cass. n. 16127 del 2020, poi ribadita dalle più recenti Cass. 7932 del 2023 e 12990 del 2023), che, *“in materia di contratti di intermediazione finanziaria, allorché risulti necessario accertare la responsabilità per danni subiti dall'investitore, va verificato se l'intermediario abbia diligentemente adempiuto alle obbligazioni scaturenti dal contratto di negoziazione nonché, in ogni caso, a tutte quelle obbligazioni specificamente poste a suo carico dal D.L.vo 24 febbraio 1998, n. 58 (TUF), e prima ancora dal D.L.vo 23 luglio 1996, n. 415, nonché dalla normativa secondaria, risultando, quindi, così disciplinato, il riparto dell'onere della prova: l'investitore deve allegare l'inadempimento delle citate obbligazioni da parte dell'intermediario, nonché fornire la prova del danno e del nesso di causalità fra questo e*

l'inadempimento, anche sulla base di presunzioni; l'intermediario, a sua volta, deve provare l'avvenuto adempimento delle specifiche obbligazioni poste a suo carico, allegare come inadempite dalla controparte, e, sotto il profilo soggettivo, di avere agito "con la specifica diligenza richiesta" (Cass. n. 3773/2009)".

Prova che, nel caso di specie, risulta ampiamente fornita, sotto il duplice versante dell'informazione attiva e passiva, fatta eccezione per l'esecuzione di ordini di acquisto di strumenti finanziari non preceduta da alcuna "avvertenza" circa la rischiosità dei titoli, di cui si dirà a breve.

Quanto al dovere di informazione attiva, per il quale sussiste il dedotto vizio di omessa pronuncia, è documentato che i sig.r. ██████████ furono informati sul grado di rischio delle singole gestioni patrimoniali, ciascuna connotata da specifici obiettivi di rendimento ed un determinato rischio, nonché sulle categorie di strumenti finanziari ammissibili e sulle relative caratteristiche ("*rischio di cambio*", "*mercati di negoziazione*", "*categoria emittenti*", "*leva finanziaria massima*" e "*tipologie di operazioni*").

Tale bagaglio di informazioni è coerente con il servizio di gestione personalizzata di portafogli, nel quale la gestione finanziaria di un capitale viene affidata ad un intermediario con delega ampia nella scelta degli investimenti, purché nei limiti delle direttive generali impartite dal cliente.

In altri termini, l'investitore definisce nel contratto una linea di gestione, ossia una strategia di investimento, da perseguire in coerenza con i propri obiettivi di rendimento e col proprio profilo di rischio, mentre la gestione operativa degli investimenti viene delegata all'intermediario gestore, il quale, in coerenza con la strategia concordata e nei limiti dei criteri pattuiti, decide in piena autonomia gli strumenti finanziari da acquistare e vendere (cfr. pg. 17 relazione c.t.u. integrativa dell'11.12.23).

In definitiva, l'investitore non necessita di una specifica informazione sul singolo investimento, la cui scelta è, per l'appunto, rimessa alla discrezionalità del gestore, fermo il suo diritto di essere edotto in merito alle caratteristiche tecniche ed al profilo di rischio della linea di gestione patrimoniale, nell'ambito della quale andranno ad inserirsi le singole operazioni.

Ed è ciò che, nel caso di specie, ha fatto la banca, ad eccezione delle sole operazioni di investimento espressamente ordinate dagli investitori - ai sensi dell'art. 3, co. 3, del contratto di gestione - attraverso il meccanismo dell'istruzione specifica.

Quando, infatti, l'iniziativa della singola operazione di investimento non è del gestore, ma proviene dal cliente, si ricade nella fattispecie dell'ordine di negoziazione, e, poiché la decisione è interamente imputabile all'investitore, la cui consapevolezza dipende in massima parte dall'adeguatezza delle informazioni che riceve dall'intermediario, egli deve essere preventivamente avvertito delle caratteristiche dello strumento finanziario oggetto dell'ordine e dell'eventuale inadeguatezza dell'operazione. Se ne ha conferma dal tenore letterale dell'art. 3, il cui comma 6 prevede che, *“ove la banca, sulla base delle informazioni in suo possesso, reputi che le istruzioni ricevute dal cliente si riferiscano a un'operazione non adeguata, provvede ad informare il cliente di tale circostanza e della circostanza che non può procedere alla sua esecuzione”*.

Ebbene, esclusivamente con riguardo a questi investimenti (non di autonoma iniziativa del gestore), la banca non ha dimostrato - come era, invece, tenuta a fare - di averli eseguiti sulla base di un ordine scritto contenente un espresso riferimento alle avvertenze ricevute dagli investitori, sicché risponderà delle perdite subite dal cliente in conseguenza di tali operazioni (cfr. pg. 43 relazione integrativa di c.t.u. dell'11.12.23), presumendosi il nesso di causalità tra l'inadempimento del dovere informativo ed il danno patito dagli investitori, presunzione che spetta all'intermediario vincere attraverso la prova di aver correttamente adempiuto (in termini, Cass. 31497/21; 29353/18; 14166/17; 12544/17, che cita Cass. 23417/16; 2123/14).

E non è configurabile alcun concorso di colpa del cliente qualora egli non rientri in alcuna delle categorie di investitore qualificato o professionale previste dalla normativa di settore (Cass. 26064/17, § 17), né, a fortiori, può ascriversi efficacia interruttiva del nesso di causalità alle sue scelte.

Passando all'informazione passiva, tale obbligo risponde alla *'know your customer rule'*, consistendo nell'acquisizione delle informazioni necessarie per l'apprezzamento del profilo di rischio proprio dell'investitore e la conseguente individuazione degli strumenti finanziari appropriati (cd. profilatura dell'investitore), ed è funzionale all'ulteriore obbligo, posto a carico dell'intermediario, di valutare la conformità dell'investimento rispetto al profilo soggettivo del cliente (c.d. *suitability rule*). Questa valutazione - che, se negativa, comporta il dovere di astensione da parte dell'intermediario e la necessità della relativa motivata segnalazione - richiede, infatti, necessariamente la preventiva conoscenza della situazione finanziaria dell'investitore e degli obiettivi che questi si prefigge con il ricorso agli strumenti finanziari, sicché il suo mancato assolvimento è idoneo ad inficiare la valutazione stessa di

adeguatezza (Cass. 35753/23 e 35776/23, che citano, quali precedenti, Cass. 10111 e 33353 del 2018, 16127 del 2020, 19891 e 35789 del 2022, 7288, 7932 e 12990 del 2023; 32631/22).

Peraltro, a conferma dell'esistenza del collegamento funzionale tra la profilatura dell'investitore e la valutazione di adeguatezza, l'art. 29, comma 2, cit. reg. stabilisce che tale valutazione è condotta dall'intermediario tenendo conto "*delle informazioni di cui all'art. 28 e di ogni altra informazione disponibile in relazione ai servizi prestati*".

Né il mancato adempimento dell'obbligo di richiesta di informazioni, al momento della conclusione del contratto, in ordine all'esperienza in materia di investimenti in strumenti finanziari del cliente, alla sua situazione finanziaria, ai suoi obiettivi di investimento e alla sua propensione al rischio può essere ovviato con l'acquisizione di tali informazioni mediante altri mezzi o in occasione della conclusione di contratti relativi ad altri servizi di investimento. Ciò in quanto, "*indipendentemente da ogni considerazione in ordine all'idoneità allo scopo delle informazioni così acquisite, in relazione alla diversa epoca in cui le stesse vengono rese, la mancata acquisizione di informazioni dirette dall'investitore al momento della conclusione del contratto quadro si presenta potenzialmente idonea a dare luogo ad un deficit informativo rilevante ai fini della successiva corretta valutazione dell'adeguatezza della singola operazione disposta dal cliente, avuto riguardo al possibile minor grado di accuratezza delle altre informazioni disponibili in relazione alla fonte. A tali fini, le "altre informazioni disponibili" acquisite dall'intermediario possono essere utilizzate solo in via integrativa e, dunque, non possono da sole essere poste a base della individuazione del profilo dell'investitore e, conseguentemente, elevate a parametro esclusivo della valutazione di adeguatezza dell'operazione*" (in termini, Cass. 32631/22, cit.). Fa eccezione il caso - non ricorrente nella specie - in cui l'investitore stesso si sia rifiutato di fornire le notizie richieste e tale rifiuto risulti dal contratto quadro ovvero da apposita dichiarazione scritta, potendo in tale evenienza l'intermediario tener conto, al fine di assolvere all'obbligo di valutare l'adeguatezza dell'operazione di investimento, di tutte le notizie di cui sia in possesso (cfr. Cass. 5250/16; 18039/12).

Ebbene, nel caso di specie, è documentato che, al sorgere del rapporto, l'intermediaria attinse informazioni dai clienti quanto alla loro esperienza in materia di investimenti in strumenti finanziari ed alla loro situazione finanziaria, agli obiettivi di investimento ed alla propensione al rischio, come risulta dalla compilazione di un apposito questionario di profilatura in sede di sottoscrizione dei singoli contratti di gestione.

Informazioni che restavano sufficienti anche dopo l'entrata in vigore del reg. Consob n. 16190/07.

Non solo.

In occasione della stipula dei nuovi contratti (n. 704383 del 4.4.08, n. 434410 del 27.6.08, n. 444364 e n. 444412 del 9.7.08), ciascun investitore compilò un ulteriore questionario, più analitico, le cui risultanze erano coerenti *“con le informazioni già in possesso della Banca”*, a conferma della stabilità dei profili accertati (*“elevato livello di esperienze finanziarie e di capacità patrimoniale”*; *“perseguimento di obiettivi di crescita significativa del capitale investito nel lungo periodo”*; profilo di rischio *“alto”*).

Né, d'altronde, i sig.ri ██████ intesero comunicare alla banca, come era pur in loro potere, una variazione delle informazioni in precedenza fornite, nonostante l'espreso invito ad essi rivolto dal gestore con la nota del 30.6.08² (cfr. fascicolo di parte appellante).

Va, pertanto, accolta la censura della banca in ordine all'insussistenza della violazione, da parte dell'intermediaria, dell'obbligo di informazione passiva posto a suo carico dalla normativa di settore *ratione temporis* applicabile.

- *Violazione dei limiti contrattualmente previsti nell'acquisto di strumenti finanziari rischiosi.*

All'esito della rinnovata c.t.u. ha trovato conferma, nei termini appresso indicati, l'accertata violazione, da parte della banca, dei limiti contrattuali relativi all'investimento in strumenti finanziari *“rischiosi”*, sia per il contratto n. 444364 *“Capital Growth”*, cointestato ai germani ██████ (cfr. pag. 33 ctu: *“La Banca ha superato il limite dell'80% per il 1°, il 2° ed il 3° trimestre 2007. [...] Pertanto, si deve concludere che il gestore non abbia rispettato i criteri gestionali pattuiti nel contratto nei prime tre trimestri dell'anno 2007”*) sia per il contratto n. 434410 *“Balanced”*, intestato a ██████ (cfr. pag. 47 ctu: *“Pertanto, si deve concludere che il gestore non abbia rispettato i criteri gestionali pattuiti nel contratto nell'intero anno 2007 e nel 2° trimestre 2010”*), non anche per il contratto di gestione n. 444412 *“Capital Growth”*, intestato a ██████

² “[...] Le segnaliamo che la Banca può fare affidamento sulle informazioni e sulla documentazione precedentemente rese, salvo che non siano manifestamente superate, inesatte o incomplete; ne consegue quindi a necessità che Lei comunichi tempestivamente alla Banca ogni variazione delle informazioni o della documentazione già a disposizione della stessa. Verrà, pertanto, contattato da un nostro Private Banker che procederà a raccogliere eventuali nuove informazioni al fine di consentirci una corretta *“manutenzione”* del Suo profilo di rischio”.

██████████ (cfr. pag. 38 ctu: “Dalla lettura delle suddette tabelle si può evincere chiaramente che la Banca ha sempre rispettato il limite dell’80% per il comparto di titoli definibili “ad alto rischio”, perciò ha correttamente adempiuto i criteri gestionali pattuiti nel contratto”).

Ciò sul presupposto che:

- non vadano inclusi nel novero degli strumenti finanziari “ad alto rischio” e, quindi, assoggettati al detto limite contrattuale i titoli BEAR STEARNS 21/02/2017, BEI 16/09/2030, BEI 22/06/2020, BERS 05/10/2020, BIRS 07/10/2025, LEHMAN 30/12/2016, MERRILL LYNCH 11/18/2020, MERRILL LYNCH 08/03/2021, NORDIC 10/17/2025 e RBS 09/06/2025 solo in virtù della loro elevata “duration”, come ribadito dalla banca nel primo motivo di appello. I contratti di gestione sono, infatti, chiari nel prevedere che i titoli obbligazionari soggetti al limite siano solo quelli ad alto rendimento (High Yield) e con duration elevata, dove i due requisiti non sono alternativi ma devono coesistere, in quanto solo “la combinazione dei due requisiti porta senz’altro ad uno strumento ad alto rischio, mentre tale giudizio non è scontato in presenza di uno solo” di essi: “un bond High Yield che scade tra un anno potrebbe attestarsi anche su un profilo di rischio medio, così come un titolo emesso dalla BEI, come nel caso in esame, a lunga scadenza” (cfr. pag. 252-253 ctu).
- quanto ai titoli denominati Lehman 30/03/17 LKD (COMPASS), Lehman 30/03/17 ZC (IVTS), Lehman 30/03/14 LKD (STEP) e KBC IFIMA 03/22 LKD (AREVO), la banca non abbia assolto all’onere di provare che, trattandosi di titoli non ad alto rischio, questi dovessero essere esclusi dal computo di quelli soggetti al limite contrattuale, in assenza di informazioni specifiche sulla misura e struttura del tasso di rendimento offerto, nonché su altre caratteristiche potenzialmente significative (cfr. pg. 23 e 262-263 c.t.u.). In particolare, “i primi due titoli sembrerebbero tecnicamente molto simili a dei mono-coupon, in cui è previsto un unico pagamento a scadenza, dato dalla somma del capitale e degli interessi maturati, tuttavia l’algoritmo di calcolo previsto, che mette in relazione diversi parametri del mercato dei capitali, sembra non garantire in ogni caso un pagamento pari almeno al valore nominale dell’obbligazione sottoscritta” (pg. 23 c.t.u.). Inoltre, essi “presentano comunque fattori di rischio certamente non trascurabili, riguardanti, ad esempio, le tensioni crescenti sul mercato creditizio, l’assenza di cedola (essendo di fatto un titolo mono-coupon) abbinata ad una scadenza a lungo termine (10 anni), la scarsa liquidità del mercato di riferimento (per assenza di quotazione)” (pg. 262 c.t.u.). Infine, il titolo KBC IFIMA 03/22

LKD non presenta alcuna cedola periodica di interessi che possa contrastare gli effetti, accentuati dalla lunga durata del titolo (15 anni), della variazione del tasso di interesse di mercato, i quali conseguentemente si ripercuotono sul prezzo del titolo, rendendo l'oscillazione del prezzo dell'obbligazione massima per effetto del rischio tasso (pgg. 262-263 c.t.u.).

Né giova alla banca obiettare che alcuni investimenti siano stati oggetto di specifiche istruzioni da parte dei █████, non dovendo la banca darvi esecuzione, in quanto contrarie ai limiti imposti nella linea di gestione, secondo quanto previsto dall'art. 3, co. 3 e 5, delle norme generali, ai sensi del quale *“il cliente ha facoltà di impartire in ogni tempo istruzioni specifiche per l'esecuzione di particolari operazioni, ivi compresa l'esecuzione di operazioni fuori dei mercati regolamentati, purché siano compatibili con le caratteristiche della linea di gestione prescelta”* (comma 3); *“ove le istruzioni specifiche impartite dal cliente siano incongruenti con le caratteristiche delle linee di gestione prescelta, la banca può subordinare l'esecuzione alla previa opzione per una diversa linea di gestione compatibile con le istruzioni stesse secondo le modalità di cui al successivo articolo 6”* (comma 5) ovvero previa *“sottoscrizione di un atto integrativo del contratto”*.

- *Acquisto di strumenti finanziari non consentiti (Hedge Funds).*

Come correttamente accertato in primo grado, l'acquisto di titoli *Hedge Funds* (Unifortune Value Por) nei rapporti gestori n. █████ (cointestato ai █████), n. █████ intestato a █████), █████ (intestato a █████), n. █████ intestato a █████) è avvenuto nonostante:

- nel contratto di gestione del 30.6.06 (relativo al rapporto n. 444364 cointestato ai germani █████) non risultasse selezionata l'*opzione Hedge Funds*, attivata solo col nuovo contratto del 9.7.08, successivo all'acquisto in oggetto, avvenuto il 23.4.08, ragion per cui tale operazione era sicuramente incompatibile con la strategia di investimento prescelta dai █████ e la banca non avrebbe dovuto dar corso all'acquisto, se non previa sottoscrizione di un atto integrativo del contratto ai sensi del menzionato art. 6 delle norme generali di gestione;

- nel contratto di gestione del 7.2.07 (relativo al rapporto n. 434410 intestato a █████) non risultasse selezionata l'*opzione Hedge Funds*, attivata solo col nuovo contratto del 27.6.08, successivo però all'acquisto in oggetto, avvenuto il 28.1.08, sicché tale operazione non

avrebbe dovuto essere compiuta, in quanto incompatibile con la strategia di investimento prescelta;

- nel contratto di gestione del 7.2.07 (relativo al rapporto n. 444412, intestato a ██████████) non risultasse selezionata l'*opzione Hedge Funds*, attivata solo col nuovo contratto del 9.7.08, successivo però all'acquisto in oggetto, avvenuto il 28.1.08, sicché tale operazione non avrebbe dovuto essere compiuta, in quanto incompatibile con la strategia di investimento concordata;

- sia il contratto del 20.10.06 sia quello successivo del 4.4.08 (relativi al rapporto n. 704383, intestato a ██████████) consentissero tale investimento solo per importi superiori a 2,5 milioni di euro, mentre dall'esame dei rendiconti trimestrali prodotti è emerso che il patrimonio mai superò tale soglia, per cui deve escludersi che tale forma di investimento fosse ammissibile per la linea di gestione in esame.

Né rileva - in senso contrario - che l'acquisto sia avvenuto a seguito di istruzione impartita dal ████████ il 16.2.07, "*per l'attivazione dell'opzione Hedge Funds limitatamente all'importo di euro 500.000,00*", perché, come già detto, ai sensi dell'art. 3, co. 3, delle norme generali di gestione, un ordine specifico vincola il gestore soltanto quando risulti compatibile con le caratteristiche della linea di gestione, e non ampli i margini di autonomia gestoria, occorrendo altrimenti un'apposita modifica contrattuale.

Non è il caso di specie, giacché "*l'istruzione del 16.2.07 non ha ridotto i margini di autonomia della banca, bensì li ha ampliati, consentendo l'impiego di Hedge Funds in deroga al limite contrattuale di dimensione minima (di 2,5 milioni di euro) del patrimonio gestito*" (cfr. pg. 58 ctu).

In conclusione, l'esistenza in contratto di uno specifico limite dimensionale imponeva in ogni caso il rispetto di questo vincolo pattizio, cui sarebbe stato possibile derogare solo per il tramite di una modifica del contratto, non anche di un'istruzione impartita dal cliente, ai sensi del citato art. 3, co. 3, ciò a prescindere dall'eventuale compatibilità dell'investimento col profilo di rischio proprio della linea di gestione (cfr. pgg. 56-68; 241 ctu).

- *Sovrastima dei titoli nelle rendicontazioni trimestrali.*

La censura della banca, che esclude tanto l'illecito quanto il danno, è fondata e va accolta.

Va anzitutto osservato che la contestazione degli investitori (di sovrastima dei valori degli strumenti finanziari) muove dal presupposto, tutt'altro che fondato - in assenza di una previsione normativa o pattizia in tal senso - che il parametro da impiegare ai fini delle rendicontazioni periodiche fosse costituito dalle rilevazioni eseguite dai data provider come Bloomberg, le quali, però non corrispondono ai prezzi di mercato (ovvero quelli praticati da tutti gli operatori in un certo momento storico).

Mentre, infatti, l'allegato 5 al reg. Consob 11522/98, per gli strumenti non negoziati nei mercati non regolamentati, determina il prezzo con riferimento *“al presumibile valore di realizzo sul mercato, individuato su un'ampia base di elementi di informazione, oggettivamente considerati dall'intermediario autorizzato, concernenti sia la situazione dell'emittente sia quella del mercato”* (e lo stesso prevede l'art. 11 delle disposizioni generali di contratto), Bloomberg non espone i prezzi ufficiali, ma si limita a raccogliere e pubblicare le proposte di acquisto e/o vendita immesse nella rete telematica degli operatori disponibili a negoziare, le quali però non riflettono il prezzo effettivo di scambio, che viene a determinarsi solo quando l'incontro dei consensi si realizzi effettivamente. Al contrario, ben potrebbero esservi proposte d'acquisto con prezzi molto distanti dal *fair value*, specie in situazioni di illiquidità per carenza di offerte. Ragion per cui *“l'informazione ricavabile da Bloomberg, come da altri provider, ha un valore meramente indicativo della valutazione media espressa da alcuni operatori per lo strumento in questione, valutazione che potrà considerarsi tanto più oggettiva, e perciò attendibile, quanto maggiori saranno le proposte (di acquisto e di vendita) presenti nella rete”* (cfr. pgg. 73-76 ctu), esclusa, peraltro, l'esistenza di una prassi contabile di adottare le quotazioni riportate da Bloomberg, in quanto – come già detto – inidonee ad esprimere l'effettivo *fair value* dello strumento, che dipende dalla numerosità e convergenza delle proposte di negoziazione presenti nel mercato.

Ad ogni modo, a parte l'accertata insussistenza di una violazione di legge o contrattuale, lo “stress test” condotto dal c.t.u. ha consentito di escludere che l'asserita sovrastima abbia causato un pregiudizio, ravvisato nell'occultamento delle reali performance negative presenti nelle diverse gestioni patrimoniali, che avrebbe impedito ai ■■■■■ di prendere contezza dell'effettiva situazione patrimoniale anche al fine di modificare le proprie scelte di investimento.

Dall'analisi del c.t.u. è, infatti, emerso che, per tutti i rapporti, lo scostamento percentuale tra il valore del portafoglio “da rendiconto” e quello rideterminato sulla base dei dati inseriti nel sito Bloomberg non ha mai superato la misura del 6%, misura *“oggettivamente incapace di*

costituire motivo di allerta per un investimento con profilo di rischio medio alto” o “elevato” come quello dei ██████

Peraltro, ai sensi dell’art. 28 comma 4, del Reg. Consob 11522/98 (riprodotto dall’art. 5, co.3, condizioni generali di gestione), la banca è obbligata ad informare il cliente per perdite patrimoniali superiori al 30%, sicché, presa come riferimento la soglia del 30% di scostamento negativo tra il valore rendicontato e quello risultante dai dati di Bloomberg, è evidente come, pur ammettendo in ipotesi la sopravvalutazione del patrimonio gestito nei rendiconti periodici, *“tale sovrastima non può ritenersi oggettivamente la causa del pregiudizio dagli stessi lamentato”*, in presenza di uno scostamento al massimo del 6% (cfr. pagg. 242, 254-256 ctu).

- *Violazione della “best execution” nel private placement di obbligazioni ‘Lehman Brothers’.*

E’ fondata la censura di omessa pronuncia, non essendosi il Tribunale espresso in merito a tale specifica violazione.

Ciò detto, dalla svolta c.t.u. è emerso che l’operazione denominata ‘private placement’ di obbligazioni della Lehman Brothers, avvenuta in data 22.3.07, non è stata svolta in violazione della disciplina della ‘best execution’ di cui all’art. 43 del reg. Consob 11522/98 ed agli artt. 48 e 51 del reg. n. 16190/07, nonché del dovere generale ex art. 21 TUF di perseguire l’interesse del cliente, non risultando dettata dall’interesse personale del gestore di nascondere le perdite accumulate su alcuni titoli, attraverso la sostituzione di obbligazioni asseritamente sovrastimate, di cui - secondo i ██████ – l’intermediario avrebbe avuto l’esigenza di sbarazzarsi, con altri titoli, appartenenti al gruppo Lehman, parimenti sovrastimati.

Questo perché, a parte le considerazioni già svolte nel precedente paragrafo riguardo ai prezzi “gonfiati” riportati negli estratti periodici, ad ogni modo *“gli asseriti benefici ricercati dalla Banca (a danno degli investitori) di fatto non sarebbero mai stati raggiungibili con quell’operazione di “scambio titoli”, almeno così come delineata dai sig.ri ██████”* (cfr. pg. 242 ctu). Ed infatti, l’interesse della banca a disfarsi di titoli sopravvalutati non avrebbe trovato soddisfacimento neppure dopo la sostituzione degli stessi con altri titoli nelle medesime condizioni di prezzo sovrastimato, giacché il medesimo problema si sarebbe ripresentato al momento della liquidazione dei nuovi titoli (cfr. pg. 100 ctu).

Allo stesso modo deve escludersi ogni altro profilo di illegittimità dell'investimento, tenuto conto che l'operazione non era finalizzata a far emergere una plusvalenza fittizia sui titoli venduti allo scopo di migliorare surrettiziamente il risultato economico della gestione, né (II) i titoli acquistati avevano un valore effettivo inferiore a quello, sempre effettivo, dei titoli venduti, né infine (III) l'acquisto era inopportuno per il rischio di default dell'emittente. Ed invero, sotto il primo profilo, affinché si realizzasse tale disegno, sarebbe stato necessario che i prezzi di vendita fossero stati superiori al costo medio di carico dei titoli venduti, mentre dai rendiconti esaminati emerge che i due prezzi, di carico e scarico, erano sostanzialmente allineati tra di loro, per ciascun titolo e per ciascun rapporto, sicché con la cessione del 22.3.07 non è stata realizzata alcuna plusvalenza apprezzabile. Altrettanto infondata è l'ipotesi sub II, che, al contrario della precedente, postula un depauperamento del patrimonio causato principalmente dalla sostituzione di attività consistenti (sia pur sopravvalutate) con altre inconsistenti, giacché, anche dando per provati i prezzi di mercato riferiti dai ██████ nella propria c.t.p., risulta che *“le obbligazioni acquistate nel private placement avevano lo stesso valore effettivo dei titoli venduti il 22.3.07, per cui lo scambio poteva ritenersi equo”*. Infine, sotto il terzo ed ultimo profilo, va osservato che, *“nel marzo 2007, non vi erano elementi sufficienti e convergenti a supportare anche il mero sospetto di uno stato di crisi di un possibile imminente fallimento”* della Lehman Brothers, avvenuto ben diciotto mesi dopo, e precisamente il 15.9.08 (cfr. pgg. 103-5 ctu), come meglio si dirà nel prossimo paragrafo.

- Prevedibilità del default della Lehman Brothers.

La sentenza appellata ha dato ragione ai ██████ nel ritenere che la banca, essendo nelle condizioni di prevedere il fallimento della Lehman Brothers già a partire dal II trimestre 2008, dovesse conseguentemente liquidare i titoli acquistati dall'emittente, rendendosi perciò responsabile del danno cagionato agli investitori a causa del mancato tempestivo disinvestimento.

La Corte è, invece, di contrario avviso, sicché va accolta la censura della banca.

Va anzitutto premesso che non si discute, in questa sede, del dovere dell'intermediario di assicurare che gli investimenti effettuati restino coerenti con la strategia di investimento prescelta, di modo che un eventuale peggioramento del profilo di rischio di un titolo vada prontamente individuato e gestito dall'intermediario, ove non più coerente con quello prestabilito nella linea di investimento seguita.

Dopo tutto, i titoli in oggetto erano - già a monte - inseriti nel portafoglio nel comparto dei titoli rischiosi, né si controverte della loro coerenza con le strategie di investimento dei ██████, che, appunto, si caratterizzavano per un profilo di rischio alto.

Pertanto, un mero peggioramento del merito creditizio della Lehman Brothers non avrebbe potuto costituire un segnale di allerta per il gestore, proprio perché la strategia di investimento perseguita, come ogni investimento ad alto rischio, contemplava la possibilità, nel breve termine, di oscillazioni negative nei controvalori delle attività detenute. L'investitore obbligazionario ad alto profilo di rischio, infatti, ben può tollerare - nel breve - un incremento del rischio del credito, purché transitorio: il deterioramento del merito creditizio diventa, invece, intollerabile solo quando può ritenersi irreversibile ovvero *“quando il fallimento del mittente non è più un evento meramente potenziale, ma diventa addirittura probabile”*.

Ragion per cui la banca avrebbe dovuto, secondo i canoni della diligenza professionale, attivarsi per liquidare le esposizioni con Lehman Brothers solo quando il default della stessa poteva ritenersi un evento oggettivamente probabile.

Ebbene, il default della banca d'affari americana non era *“un evento probabile, o comunque univocamente evincibile dalle informazioni che provenivano dal mercato di riferimento sino a poche settimane prima del fatto. Di conseguenza, nei rapporti in essere con i germani ██████, la Banca non avrebbe avuto alcun obbligo, secondo i canoni della diligenza professionale, di attivarsi per liquidare le esposizioni verso la Lehman Brothers”*.

Questo perché, innanzitutto, l'informazione ricavabile dai giudizi di rating delle principali agenzie internazionali (Standard & Poor's, Moody's e Fitch) era essenzialmente *“di buona tenuta da parte della società dei suoi valori fondamentali, nonostante il contesto aziendale e macroeconomico si fosse reso alquanto difficile”*, sicché *“non veniva messa in alcun dubbio la solvibilità dell'emittente”*. In particolare, fino al giorno del fallimento, il rating si era *“attestato su un giudizio 'A' per S&P, 'A2' per Moody's e 'A+' per Fitch, a cui corrisponde una probabilità di default dello 0,07% ed un livello di rischio medio basso”*, e quindi, *“sebbene nell'ultimo trimestre i diversi rating fossero stati oggetto di downgrade”*, *“essi rimanevano comunque sui livelli elevati, ben lontani dalla categoria degli speculative grade”*, *“categoria cui appartengono le aziende a rischio medio alto e con maggiori probabilità di futura insolvenza”* (cfr. pg. 110 c.t.u.).

Peraltro, il dato ricavabile dal rating convergeva con le notizie di stampa, da cui risultava che, nel giugno 2008, la società, pur se in difficoltà, continuava ad incassare “*il tutto esaurito per l’emissione di titoli privilegiati convertibili per 4 miliardi di dollari a cui si aggiungono un’emissione obbligazionaria di 5,5 miliardi di dollari [...]*” (pg. 110 c.t.u. e relativo all. 8). In buona sostanza, appena tre mesi prima del default, la Lehman godeva nella comunità finanziaria internazionale di un merito creditizio tale da farle collocare senza problemi due prestiti obbligazionari per 9,5 miliardi di dollari, peraltro sottoscritti da investitori istituzionali (nella specie, Fondi d’investimento) e non da inconsapevoli risparmiatori retail. Inoltre, la Lehman nel giugno 2008 aveva contabilizzato la sua prima perdita di bilancio dal 1994 (anno in cui era stata quotata in borsa), il che non poteva indurre nemmeno il sospetto di un imminente fallimento, tanto più alla luce del fatto che diverse altre banche ed assicurazioni in crisi erano state oggetto di un salvataggio sovvenzionato - direttamente o indirettamente - dal governo statunitense, ingenerando così la diffusa e fondata aspettativa che lo stesso potesse avvenire anche per altri colossi della finanza. D’altronde, il fallimento di Lehman Brothers, secondo l’opinione di autorevoli commentatori, fu determinato dall’emersione di gravi irregolarità gestionali e contabili, tenute ben celate alla comunità finanziaria fino ad un momento prima del crac, ed era, quindi, tutt’altro che probabile alla luce dei positivi giudizi di rating mantenuti dalle tre principali agenzie internazionali sino al default e dalle informazioni provenienti dal mercato di riferimento, quali appunto l’elevato merito creditizio, l’assenza di perdite in bilancio per 14 anni consecutivi e sino al secondo trimestre del 2008, la probabile sovvenzione statale del governo USA (cfr. pgg. 106-115 ctu).

- *Violazione, da parte dell’intermediaria, dell’obbligo di diversificazione del portafoglio.*

Pur a fronte di specifica contestazione, da parte degli investitori, della responsabilità di ██████████ per aver violato l’obbligo di assicurare un’adeguata diversificazione del portafoglio, il Tribunale non si è pronunciato, sicché è fondata la censura relativa alla violazione dell’art. 112 cpc.

Nel merito, dalla c.t.u. svolta in appello è emersa la concentrazione del capitale conferito in un ristretto ventaglio di strumenti finanziari, per lo più appartenenti alla categoria delle obbligazioni strutturate, che ha esposto gli investitori all’azzardo di subire perdite maggiori di quelle razionalmente accettabili.

L'obbligo violato trova fondamento normativo nel dovere generale dell'intermediario ex art. 21 TUF di espletare il proprio mandato con diligenza professionale e nell'interesse del cliente investitore: la diversificazione del portafoglio rappresenta, infatti, un principio basilare posto a garanzia di una gestione razionale degli investimenti finanziari, non solo al momento dell'acquisto del singolo titolo, ma anche nel corso del rapporto, dovendo il gestore, ad ogni chiusura trimestrale, procedere - ove necessario - *“a ricalibrare il portafoglio al fine di mantenere i livelli di concentrazione entro limiti consigliabili”*.

Non solo.

Tanto il reg. 11522/98 quanto il reg. 16190/07 obbligano l'intermediario a valutare l'adeguatezza dell'operazione di investimento con riferimento, tra l'altro, alla dimensione della stessa in rapporto al patrimonio disponibile dell'investitore, sicché un investimento che comporti un'elevata concentrazione nel patrimonio sarebbe inadeguato per dimensione e, perciò, vietato (pgg. 116-119; 264 relazione c.t.u.).

Ciò posto, il consulente, ricorrendo alla metodologia di *risk management* mutuata dalla direttiva UCITS III n. 2001/108/CE del 21.10.02 e basata sulla “regola del 5/10/40”, in forza della quale *“ogni esposizione verso un singolo emittente non può superare il 10% del portafoglio e tutte le operazioni comprese tra il 5% e 10%, sempre nei confronti di singoli emittenti, non possono superare il 40% del patrimonio”*, ha verificato, esaminando i rendiconti trimestrali di tutti i rapporti, che: a) per il rapporto n. 444364 (cointestato ai germani ██████████), *“ad eccezione del 3° trimestre 2008, in tutti i rendiconti vi sono concentrazioni di titoli in misura eccedente i limiti consigliabili, con riferimento a singole esposizioni contro uno stesso emittente (>10%) oppure riguardo al complesso delle posizioni rilevanti superiori al 5% del patrimonio (>40%)”*, come da tabelle in atti; *“b) per il rapporto n. 704383 ██████████, è emerso un atteggiamento del gestore incostante, che riflette un grado di diligenza inizialmente adeguato al ruolo ricoperto, ma insufficiente nella parte finale del rapporto, e precisamente dall'aprile 2010”*, allorquando si è verificata *“un'elevata concentrazione del titolo KBC IFIMA 03/22 AREVO”*, che *“ha visto crescere il proprio peso percentuale nel portafoglio”*, cui non si è *“accompagnata una ricalibratura della posizione”*; c) per i rapporti n. 434410 (intestato a ██████████ e n. 444412 (intestato a ██████████), *“in tutti i rendiconti vi sono concentrazioni di titoli in misura eccedente i limiti consigliabili, con riferimento a singole esposizioni contro uno stesso emittente (>10%) oppure riguardo al complesso delle posizioni rilevanti*

superiori al 5% del patrimonio (>40%)”, come da tabelle in atti (cfr. pgg. 120-156; 243 – 244 relazione c.t.u.).

Sono stati esclusi dalla verifica i titoli Lehman Brothers nei trimestri successivi al default (15.9.08), perché, *“a seguito di tale evento, si riduce notevolmente la libertà di azione del gestore, che di fatto, salvo rari casi, non può liquidare agevolmente questi titoli e quindi non potrebbe neanche, se necessario, ricalibrare il portafoglio al fine di rispettare lo specifico limite percentuale”*. Peraltro, l’obbligo di osservare i limiti di concentrazione risponde all’ esigenza di contenere il rischio di default dell’emittente, che, una volta materializzato, rende inutile il monitoraggio (pg. 120 c.t.u.).

- *Violazione del divieto di concentrazione del portafoglio in titoli illiquidi.*

Anche in questo caso, nonostante la contestazione, da parte degli investitori, della responsabilità di [REDACTED] per aver investito gran parte del patrimonio in strumenti finanziari illiquidi, particolarmente rischiosi in quanto di difficile smobilizzo sul mercato, il Tribunale non ha provveduto, sicché è fondata la censura di omessa pronuncia.

Quanto al merito, l’art. 44, co. 1, del Reg. Consob n. 11522/98, richiamato dall’art. 7 dei contratti di gestione, prevede che gli strumenti finanziari “non negoziati in mercati regolamentati” non devono eccedere singolarmente il limite del 10% e, cumulativamente, quello del 25% del controvalore del patrimonio investito, a meno che il cliente non rilasci, su proposta della Banca, una preventiva e specifica autorizzazione all’esecuzione di ogni operazione.

L’art. 38, co. 2, del Reg. Consob n. 16190/07 si limita, invece, ad imporre l’espressa previsione, nel contratto, della *“possibilità di investire in strumenti finanziari non ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato, in derivati o in strumenti illiquidi o altamente volatili”*, ma senza indicare espressamente un preciso limite percentuale dell’investimento.

L’assenza di rigidi paletti dà, quindi, sì maggior libertà di gestione all’intermediario, eliminando i precedenti limiti dimensionali inderogabili, ma senza esonerarlo del tutto dal rispetto di regole prudenziali di diligenza, giacché la decisione di investire in strumenti finanziari illiquidi deve pur sempre essere regolata in funzione del profilo di rischio e dell’orizzonte temporale dell’investitore.

D'altronde, ne dà conferma l'art. 7 delle disposizioni contrattuali post Mifid, secondo cui *“la banca può inserire nel portafoglio del cliente strumenti finanziari non negoziati in mercati regolamentati, strumenti finanziari illiquidi o altamente volatili”*, ma *“compatibilmente con le caratteristiche della linea di gestione prescelta”* (pag. 160 relazione ctu).

E', dunque, impensabile che il regolamento Consob del 2007 abbia voluto l'intermediario *legibus solutus*, restando questi onerato ex art. 21 TUF di agire con diligenza e nell'interesse del cliente investitore e di compiere questa - come qualsiasi scelta gestoria - secondo criteri di prudenza, adeguandola alle caratteristiche della politica di investimento concordata.

Ebbene, allo scopo di individuare un criterio obiettivo di valutazione della diligenza dell'intermediario con specifico riguardo alla compatibilità - sul piano dimensionale - dell'investimento in strumenti illiquidi con la linea di gestione pattuita, condivide questa Corte la scelta del c.t.u. di riferirsi alla soglia (più ampia rispetto a quella ex art. 44 Reg. Consob n. 11522/98) del 30% del patrimonio gestito, mutuando tale criterio dal D.M. n. 166 del 2.9.14 (emanato dal Ministero dell'Economia e Finanze in attuazione del d.lgs. n. 252 del 5.12.05), il cui art. 5, intitolato *“limiti agli investimenti”*, prevede, al comma 1, che *“le disponibilità del fondo pensione sono investite in misura prevalente in strumenti finanziari negoziati nei mercati regolamentati. L'investimento in strumenti finanziari non negoziati nei mercati regolamentati e in OICR alternativi è mantenuto a livelli prudenziali, è completamente contenuto entro il limite del 30% delle disponibilità complessive del fondo pensione ed è adeguatamente motivato dal fondo pensione in relazione alle proprie caratteristiche e quelli della politica di investimento che intende adottare”*.

Individuata, quindi, la soglia di riferimento per la verifica del livello di concentrazione di titoli illiquidi in misura pari, cumulativamente, al 25% del patrimonio gestito per il periodo ante Mifid ed al 30% per quello post, dalla c.t.u. è emerso che:

- con riguardo ai rapporti di gestione n. 444364 (cointestato ai germani), n. 434410 (intestato a [REDACTED] e n. 444412 (intestato a [REDACTED]), la banca ha violato l'art. 44 del Reg. Consob n. 11522/98 sino al IV trimestre del 2007 e ha operato in modo imprudente nel periodo successivo, consentendo un'elevata concentrazione del rischio di liquidità nel patrimonio gestito oltre i limiti richiamati, tanto da esporre *“gli investitori all'azzardo di subire,*

- per tali posizioni, perdite maggiori di quelle razionalmente accettabili”;*
- nel rapporto n. 704383 (intestato a ██████████, in vigore dell’art. 44 del Reg. Consob n. 11522/98 e dell’art. 7 delle norme generali di contratto prima dell’adeguamento alla direttiva Mifid (ossia fino a gennaio 2008) la banca ha rispettato le norme citate sia per il singolo strumento che per il complesso di titoli illiquidi detenuti in portafoglio, mentre nel periodo di vigore del regolamento n. 16190/07 e dell’art. 7 delle norme generali di contratto post Mifid, la gestione si è caratterizzata per una sensibile concentrazione di patrimonio in strumenti illiquidi, determinata - in massima parte - dalla quota di investimento riferibile all’*hedge fund* Unifortune;
 - nel rapporto n. 704409 (intestato a ██████████) ed in quello n. 704411 (intestato a ██████████), interamente disciplinati dall’art. 44 del Reg. Consob n. 11522/98 (in quanto cessati con comunicazione delle sig.re ██████████ del 14.12.07), l’operato della banca è risultato conforme a quanto previsto da questa norma nonché dall’art. 7 delle norme generali di contratto (cfr. pgg. 165-204 c.t.u.).

Venendo ai motivi di appello inerenti al danno (**settimo** ed **ottavo** dell’appello principale, **terzo** e **quarto** dell’appello incidentale), da trattarsi simultaneamente per via della loro stretta connessione, va anzitutto respinto il primo profilo di censura della banca, secondo cui la prova del suo adempimento esclude di per sé il diritto al risarcimento, avendo trovato conferma la violazione - da parte sua - di una molteplicità di doveri.

Sotto il profilo liquidatorio, è bene osservare, in premessa, che il danno va determinato in modo unitario, allo scopo di “*evitare possibili sovrapposizioni di effetti pregiudizievoli tra i diversi inadempimenti accertati, con conseguente duplicazione dei risarcimenti*”.

Se, quindi, un investimento ha comportato una pluralità di violazioni - come successo con le quote dell’*hedge fund Unifortune Value Por* - il danno deve essere calcolato una sola volta, attesa la sovrapposibilità degli illeciti (concentrazione del rischio di portafoglio per diversificazione e per illiquidità dei titoli; violazione dei limiti quantitativi per l’investimento in titoli ad alto rischio), che si sostanziano nello sfioramento dei diversi limiti quantitativi. Pertanto, individuata, per ciascuno strumento responsabile dello sfioramento, la quantità nominale dello stesso risultata eccedente in ragione dei limiti legali o contrattuali da rispettare, quantità che la banca avrebbe dovuto smobilizzare nei trimestri in cui si è verificata tale eccedenza onde riportare il portafoglio ad una composizione meno concentrata, il danno emergente va liquidato,

per ciascuno strumento finanziario, in modo distinto per ogni rapporto contrattuale, in misura pari alla “*differenza tra il controvalore che sarebbe stato incassato dalla vendita dell’eccedenza nominale del titolo, valorizzato al prezzo esposto nel trimestre in cui si è verificato lo sforamento, e quello effettivamente realizzato, per la medesima quantità nominale, con la liquidazione della posizione eseguita dalla Banca*” (pg. 219 relazione ctu).

Inoltre, essendosi riscontrato che la concentrazione di titoli illiquidi in misura eccedente i limiti previsti è stata determinata in massima parte dalla quota di investimento riferibile proprio all’*“hedge fund Unifortune”* (cfr. pgg. 172, 194, 204 relazione di ctu), la perdita che questa condotta ha determinato assorbe quelle conseguenti sia al divieto di acquisto di tali titoli (cfr. pg. 9 relazione integrativa di c.t.u.) sia all’esecuzione di ordini di acquisto degli stessi in violazione dei doveri di informazione attiva (pg. 27 rel. integr.), che non vanno, perciò, autonomamente liquidate, onde evitare ingiuste duplicazioni, ferma restando la liquidazione delle perdite connesse all’esecuzione di ordini di acquisto di altri strumenti finanziari non preceduta dal dovuto corredo informativo (riscontrate nei rapporti n. 704383 e n. 444412: cfr. 27-34 rel. integr.).

Allo stesso modo, riguardo alla posizione di ██████████, il danno derivante dall’acquisto di hedge funds viene calcolato con riguardo solo alla prima delle due violazioni commesse, ossia il divieto di investimento in una categoria di strumenti finanziari non consentita dal contratto (in misura pari alla differenza tra il controvalore di acquisto del fondo in data 26.2.07 ed il valore di vendita dello stesso in data 3.8.09: cfr. pg. 224 ctu), giacché, se la banca - a febbraio 2007 - non avesse investito in hedge funds, tale strumento non avrebbe poi determinato alcuna concentrazione per titoli illiquidi a partire da febbraio 2008 (pgg. 216-18 ctu).

Alla stregua di tali criteri, il danno finale, al netto delle cedole di interessi e/o dividendi incassati e (in accoglimento della censura della banca, anche) delle plusvalenze accertate, va, perciò, liquidato in **€1.234.331,39** (di cui €101.284,64 per ██████████, €542.623,92 per ██████████, €590.422,83 per ██████████), in base ad una delle ipotesi di calcolo sviluppata dal c.t.u. sulla base delle anzidette coordinate (cfr. pgg. 50-51 rel. integr. ctu dell’ 11.12.23) ed alla quale si aderisce integralmente, per le ragioni sin qui esposte.

Va, altresì, riconosciuta ai ██████████ a somma di **€295.948,45**, a titolo di lucro cessante, per il mancato guadagno subito per effetto dell’impossibilità di utilizzo alternativo dei capitali immobilizzati in

quegli investimenti interessati dalle accertate violazioni, quantificato in misura pari al *“rendimento offerto da un investimento alternativo, individuato nei BOT con scadenza a 12 mesi, con successivo rinnovo annuale, del controvalore dei predetti investimenti in eccesso, valorizzati al prezzo esposto nel trimestre in cui si è verificato lo sfioramento”* (pg. 281 relazione c.t.u.; pgg. 50-51 rel. integr. ctu dell’11.12.23). Tutti gli investimenti effettuati in eccesso rispetto ai criteri prudenziali di concentrazione dei rischi ed ai vincoli contrattuali hanno, infatti, immobilizzato una parte del capitale degli investitori, che avrebbe potuto essere utilmente impiegata in dette operazioni di investimento alternativo³ (pgg. 233-234 ctu).

Ricapitolando, va, dunque, liquidata in favore dei germani ██████ la somma complessiva di €1.530.279,84 (€1.234.331,39 per danno emergente ed €295.948,45 per lucro cessante), così ripartita:

- ██████ danno emergente €101.284,64; lucro cessante €60.378,65;
- ██████: danno emergente €542.623,92; lucro cessante ██████
- ██████ ██████: danno emergente €590.422,83; lucro cessante €122.635,17.

Trattandosi di somma già attualizzata, va devalutata secondo gli indici ISTAT del costo della vita per le famiglie di operai e impiegati alla data di verifica dell'evento (coincidente con quella di liquidazione dei titoli, ovvero 25.2.11). La somma così ottenuta, pari a €1.207.797,82, va rivalutata dal 25.2.11 alla data della presente decisione e sulla somma anno per anno rivalutata vanno riconosciuti gli interessi al tasso legale. Infine, la somma che ne scaturisce, pari a €1.777.458,83, va maggiorata degli interessi legali dalla liquidazione al saldo.

Ciò in applicazione di un principio consolidato in tema di risarcimento del danno derivato da inadempimento di obbligazioni di fonte contrattuale (comprese quelle di fonte legale contenute in norme

³ Pg. 233 e 234 relazione ctu: *“Riguardo alla tipologia di investimento alternativo da impiegare quale benchmark nella stima del lucro cessante, si osserva che in teoria le alternative praticabili sarebbero molteplici, tuttavia, occorre tenere in considerazione il fatto che tale benchmark, dato il contesto di riferimento, dovrebbe essere un parametro oggettivo e misurabile. Inoltre, non avendo gli appellati provato specificamente l’investimento alternativo cui hanno dovuto rinunciare per effetto degli inadempimenti contestati, si rende opportuno individuare una forma di investimento adatta alla generalità degli investitori, e quindi preferibilmente a breve scadenza ed a basso rischio. [...] Per quanto riguarda, infine, l’arco temporale di quest’investimento alternativo, esso avrà inizio, per ciascun strumento eccedente, dalla rispettiva data di ipotetico smobilizzo ed avrà termine alla chiusura del rapporto di investimento di riferimento, in quanto successiva all’avvio del giudizio”*.

imperative, come tali integranti il contratto) di natura non pecuniaria (come nel caso di specie), secondo cui:

a) l'obbligazione di risarcimento del danno per tale tipo di inadempimento costituisce, al pari dell'obbligazione risarcitoria da responsabilità aquiliana, un debito, non di valuta, ma di valore, in quanto tiene luogo della materiale utilità che il creditore avrebbe conseguito se avesse ricevuto la prestazione dovutagli, sicché deve tenersi conto della svalutazione monetaria intervenuta nel periodo intercorso fra evento dannoso e liquidazione giudiziale del danno, senza necessità che il creditore stesso allegghi e dimostri il maggior danno ai sensi dell'art. 1224 c.c., comma 2, detta norma attenendo alle conseguenze dannose dell'inadempimento, ulteriori rispetto a quelle riparabili con la corresponsione degli interessi, relativamente alle sole obbligazioni pecuniarie (in questo senso, cfr.: Cass. n. 26202/22; 1627/22; 7948/20; 9517/02; 11937/97);

b) al creditore in discorso spettano di diritto gli interessi aventi natura compensativa, secondo un saggio giudizialmente determinato in via equitativa (cfr. Cass. 25817 del 2017), che si cumulano con la rivalutazione monetaria, assolvendo funzioni diverse la rivalutazione monetaria e gli interessi sulla somma liquidata (cfr. Cass. 26202/22, che cita Cass. n. 9517 del 2002, n. 5584 del 1987, n. 2240 del 1985), in quanto la prima mira a ripristinare la situazione patrimoniale del danneggiato quale era anteriormente al fatto generatore del danno e a porlo nelle condizioni in cui si sarebbe trovato se l'evento non si fosse verificato, mentre i secondi hanno natura compensativa, con la conseguenza che le due misure sono giuridicamente compatibili e pertanto debbono essere corrisposti anche gli interessi intesi come strumento per compensare il creditore del lucro cessante in dipendenza del ritardo nel conseguimento materiale della somma di danaro dovuta a titolo di risarcimento (cfr. Cass. n. 11937 del 2002).

Resta assorbito il **nono motivo** di appello principale, attesa l'automatica caducazione del capo sulle spese, ex art. 336 c.p.c., per effetto della riforma della decisione impugnata.

La regolazione delle spese, da liquidarsi in dispositivo (secondo i parametri di cui al DM 147/22, vigenti a far data dal 23 ottobre 2022, in base allo scaglione tra €1.000.001,00 e €2.000.000,00), segue la soccombenza.

P.Q.M.

La Corte di Appello di Bari, seconda sezione civile, definitivamente pronunciando sull'appello proposto da [REDACTED],

con citazione del 13.1.16, avverso la sentenza n. 1426/15 del 26.8.15 emessa dal Tribunale di Trani, nonché sull'appello incidentale proposto da [REDACTED], così provvede:

1. accoglie, per quanto di ragione, gli appelli e, per l'effetto, condanna [REDACTED] a pagare, a titolo di risarcimento del danno, la somma complessiva di €1.777.458,83 a [REDACTED], [REDACTED] e [REDACTED] oltre gli interessi legali dalla decisione al saldo;

2. condanna [REDACTED] a rifondere a [REDACTED], [REDACTED] e [REDACTED] le spese giudiziali, liquidate in €39.199,00 (di cui €1.248,00 per esborsi) per il primo grado ed €36.557,00 (di cui €2.556,00 per esborsi) per l'appello, oltre rimborso spese generali, iva e cpa come per legge;

3. pone le spese di c.t.u. di primo e secondo grado di giudizio (liquidate come in atti) definitivamente a carico di [REDACTED]

Così deciso, nella camera di consiglio del 20 dicembre 2024.

Il consigliere estensore

[REDACTED]

Il presidente

[REDACTED]