

Novembre 2018

Dieci anni da Lehman: la ‘clausola patti chiari’ nella giurisprudenza

Renzo Ristuccia, Angelo Petrone, Fabiana Padroni, Ristuccia & Tufarelli Avvocati

Premessa

Oggetto della presente analisi sono gli orientamenti giurisprudenziali determinatisi a partire dal 2010 in merito alla valenza ed alla interpretazione della dicitura, prevista dal protocollo Patti Chiari ‘Obbligazioni a basso rischio e basso rendimento’, inserita negli ordini di acquisto e nelle note di eseguito relativi a quei ‘bond’ Lehman Brothers (la larga maggioranza) che sino al 15 settembre 2008 mantennero le caratteristiche previste dal protocollo suddetto (*«Il titolo fa parte dell’elenco delle obbligazioni a basso rischio-rendimento emesso alla data dell’ordine e redatto nell’ambito del progetto ‘patti chiari’. N.b. in base agli andamenti di mercato, il titolo potrà uscire dall’elenco successivamente alla data dell’ordine. Il cliente sarà tempestivamente informato se il titolo subisce una variazione significativa del livello di rischio»*, di seguito la ‘**clausola**’).

La questione è divenuta di centrale importanza nell’ambito dell’ampio contenzioso banca/cliente successivo al ‘default’ Lehman Brothers nell’ottica di accertare una concreta prevedibilità del ‘default’ medesimo.

A dieci anni da un evento che ha segnato in maniera profonda la storia economica mondiale, può essere utile una sintetica esposizione degli orientamenti giurisprudenziali che in Italia hanno affrontato dal 2010 il tema della responsabilità dell’intermediario nei confronti dei clienti che avevano acquistato obbligazioni Lehman come titoli “sicuri”, proprio perché inseriti in una selezione effettuata dal Consorzio Patti Chiari promosso dal sistema bancario per evitare il ripetersi di precedenti esperienze negative (Cirio, Parmalat, Argentina). La selezione avveniva essenzialmente in funzione di un rating elevato e di un monitoraggio attraverso il sistema del Var. La giurisprudenza è stata sollecitata a pronunciarsi innanzitutto sull’esistenza di un impegno immediato della banca nei confronti dei propri clienti a prescindere dalle valutazioni fatte da Patti Chiari; quindi sull’effettiva limitazione degli impegni di monitoraggio al rispetto di tali parametri di rating e Var ovvero sulla possibilità (o meglio sulla doverosità) di fare riferimento ad altri indici (come credit default swap, notizie di stampa o dati di bilancio); inoltre sulla bontà della metodologia seguita per verificare il Var.

La riferibilità all'intermediario dell'impegno informativo di cui alla Clausola

La prima questione da esaminare è quella della esigibilità o meno, nei confronti della banca intermediaria, degli effetti di un mancato adempimento alla clausola predisposta dal Consorzio Patti Chiari.

Sul punto, anche se cronologicamente i primi spunti si leggono nella sentenza Trib. Torino n. 7674/2010 di cui parleremo nel prossimo paragrafo, la motivazione più approfondita si legge in **Trib. Milano 21 marzo 2011, n. 3822**: *«Si ritiene che tale specifica annotazione, riportata dalla banca nel modulo d'ordine, recepita dal cliente in sede di sottoscrizione dello stesso, ribadita dalla banca nel dare atto dell'esecuzione dell'ordine, **abbia una precisa valenza negoziale nel rapporto tra Banca e cliente di portata integrativa rispetto al contenuto del 'Contratto per la negoziazione, il collocamento, la ricezione e la trasmissione di ordini' ... Se invero nel contratto quadro è disciplinato sotto più aspetti l'impegno della banca di eseguire gli ordini conferiti dal cliente ... e se in esso è specificato ... che in relazione a detti ordini "la banca non presta ne offre alcun servizio di consulenza", si reputa tuttavia che, nella fattispecie in esame, la suddetta annotazione, la cui evidenza anche grafica ne richiama il contenuto aggiuntivo, non abbia soltanto portata informativa circa le caratteristiche del prodotto ... ma contenga un preciso impegno dell'intermediario ad informare tempestivamente il cliente se il titolo facente parte dell'elenco Patti Chiari subisca una variazione significativa del livello di rischio. Non potrebbe dall'altro canto avere diversa portata l'espressione "il cliente sarà tempestivamente informato", se non presupporre che a tale diritto del cliente si contrapponga il corrispondente impegno della Banca di tale tempestiva informazione. Né può ritenersi che tale impegno non gravi sulla banca bensì su un ipotetico diverso soggetto cui faccia capo l'emissione dell'elenco Patti Chiari atteso che il cliente, sottoscrivendo il modulo d'ordine predisposto dalla Banca (peraltro nell'ambito di quel contratto quadro senza il quale l'intermediario non può fornire al cliente i propri servizi) instaura un rapporto negoziale con la sola Banca e da questa sola può pretendere il rispetto dei diritti allo stesso assicurati. Tale obbligo informativo, che viene assunto dalla Banca con riferimento unicamente alla negoziazione dei prodotti esplicitamente presentati come facenti parte dell'elenco Patti Chiari, non inciderà sulla generale portata del servizio di negoziazione disciplinato nel contratto quadro, servizio che non per questo assumerà i diversi connotati del servizio di consulenza ovvero di gestione; solo quindi per questi prodotti, e in quanto vi sia l'espressa annotazione integrativa di cui sopra, il servizio di negoziazione non si esaurirà nel momento in cui venga procurato al cliente il titolo ordinato, ma comporterà per la Banca l'ulteriore impegno di monitorare il prodotto (avvalendosi ove ritenga delle informazioni rese del consorzio patti chiari) e di rendere noto al cliente, con tempestività, eventuali variazioni significative che intervengano nel livello di rischio del titolo».***

Altri Giudici sono giunti alla medesima conclusione valorizzando il ruolo di 'consorziato' svolto da ciascun intermediario aderente all'interno di Patti Chiari. Peculiare la motivazione di **App. Bari 16 marzo 2018, n. 699**: *«può a questo punto escludersi la*

sussistenza del lamentato difetto di legittimazione invocato dalla Banca poiché [...], concessionario del marchio in quanto aderente al consorzio, quale intermediario e contraente assumeva verso i clienti i più rigidi obblighi informativi che si aggiungevano a quelli previsti dalla normativa del tuf e al contratto quadro. A ulteriore conferma della **diretta responsabilità** va altresì ricordato che il Consorzio stabiliva che il marchio Patti Chiari sarebbe stato dato in concessione non a tutti gli intermediari che ne avessero fatto richiesta ma solo a quelli che fossero stati in grado di gestire il monitoraggio dei titoli in quanto dotati di idonee strutture di management risk e le banche cessionarie del titolo sarebbero state certificate dallo stesso Consorzio, previa acquisizione di adeguate garanzie di serietà e capacità professionale».

La questione dell'individuazione dei parametri in base ai quali valutare l'avvenuto rispetto o meno della clausola

Il tema oggetto delle presenti riflessioni ha assunto notevole rilievo a seguito di una pronuncia di fine 2010 della Prima Sezione del Tribunale di Torino (**Trib. Torino 21 dicembre 2010, n. 7674** in *Resp. civ. e prev.*, 2011, 6, 1350) che, nella persona del G.U. Dott.ssa Tassone, dopo aver anch'essa interpretato la clausola come «vera e propria pattuizione contrattuale» che «*integra ... una fonte di obblighi di natura convenzionale specificatamente assunti dalla banca nei confronti del ... cliente*», per la prima volta riteneva che detti obblighi avessero «*tenore diverso e divergente*» rispetto a quanto ricavabile dalla lettura dei documenti informativi consegnati al cliente e predisposti dal Consorzio Patti Chiari (di seguito il '**Consorzio**' e la '**Guida Patti Chiari**'), nei quali la variazione significativa del livello di rischio dedotta nella clausola veniva presentata come conseguenza dell'eventuale scostamento oltre una certa soglia di due dei cinque indicatori prefissati per l'inserimento e la successiva permanenza di un titolo obbligazionario nell'omonimo elenco (di seguito l'**'Elenco Patti Chiari**' o più semplicemente l'**'Elenco**')¹, cioè il rating e il Value at Risk (di seguito il '**VaR**')².

La citata sentenza, partendo dall'assunto che la clausola non contiene alcun «*espresso riferimento*» al 'rating' o al VaR, statuiva che con essa l'intermediario si fosse

¹ In particolare, per essere inserito e rimanere nell'Elenco, un titolo obbligazionario doveva: 1) essere denominato in Euro; 2) avere una struttura finanziaria non complessa; 3) essere emesso da un soggetto residente in uno dei 30 paesi dell'OCSE e quotato nei mercati ufficiali di questi paesi; 4) avere un rischio di credito contenuto, cioè avere un 'rating' superiore ad A- attribuito dalle tre principali agenzie di valutazione internazionale del 'rating' (Standard & Poor's; Moody's e Fitch); 5) avere un rischio di mercato contenuto, cioè esprimere «*nel 99% dei casi - oscillazioni di valore non superiori all'1% su base settimanale*», vale a dire presentare un Value at Risk giornaliero «*inferiore o uguale a 0,003125, ossia allo 0,3125%*».

² La banca aderente al protocollo Patti Chiari avrebbe dovuto inviare una comunicazione di significativa variazione del livello di rischio:

- entro due giorni lavorativi se il titolo fosse fuoriuscito dal c.d. perimetro allargato «*definito da un livello di rating pari a (...) BBB e VaR giornaliero pari allo 0,625%*»;
- in occasione del successivo estratto conto (almeno semestrale) se il peggioramento degli indicatori non avesse determinato l'uscita del titolo dal perimetro allargato.

«ulteriormente autolimita(to) nel rapporto con il cliente», impegnandosi a monitorare la variazione di qualsiasi parametro utilizzabile per valutare il rischio dei titoli e, dunque, anche diverso da ‘rating’ e/o VaR. E così, nel caso di specie, l’intermediario veniva condannato per non aver fornito la comunicazione di significativa variazione del livello di rischio nonostante la «*curva dei prezzi del titolo*» avesse subito, a detta del Giudicante, considerevoli «*oscillazioni*» nel corso dell’investimento e comunque prima del 15 settembre 2008.

Tale interpretazione ‘estesa’ della clausola veniva nei mesi successivi condivisa in una serie di altre pronunce (v. ad es. le sentenze **Trib. Ariano Irpino, n. 465/2011** e **Trib. Catanzaro 19 ottobre 2011, n. 685**) mentre non trovava terreno fertile presso il Tribunale di Torino, dove financo altri Giudici della medesima Prima Sezione affermavano di «... *non divide(rne) ... (l’)interpretazione*» in quanto la clausola «*si limita a riassumere soltanto il contenuto delle informazioni e del monitoraggio legato all’inserimento del titolo Lehman all’interno del(l’)...elenco delle obbligazioni a basso rischio basso rendimento*» precisando, in accoglimento delle difese bancarie, che la clausola «*implicit(amente si) riferi(sce)*» alla sola alterazione dei parametri di ‘rating’ e/o VaR senza determinare «*alcuna obbligazione in ordine ad una mera variazione del rischio calcolata sulla base di altri eventuali criteri di valutazione, quale ad esempio l’andamento dei credit default swap*»³.

Sulla base di considerazioni analoghe a quelle appena trascritte altri Tribunali avrebbero dissentito negli anni successivi dall’interpretazione ‘ampia’ della clausola (v. le sentenze, qui riassunte in nota, **Trib. Napoli 5 novembre 2012, n. 12716**⁴ e **Trib. Udine 1° aprile 2014, n. 558**⁵, oltre all’ordinanza **Trib. Milano**⁶ **9 ottobre 2015**⁷ consultabile su *De jure*).

³ In termini la sentenza **Trib. Torino 8 febbraio 2012 (I^a Sez. Civile, G.U. Dott.ssa Zappasodi)**. *Ex multis* v. anche le sentenze **Trib. Torino 30 aprile 2012, n. 2935 (I^a Sez. Civile, G.U. Dott.ssa Zappasodi)**; **Trib. Torino 10 febbraio 2012, n. 960 (I^a Sez. Civile, G.U. Dott.ssa Grillo)**; **Trib. Torino 9 dicembre 2013, n. 7182 (I^a Sez. Civile, G.U. Dott.ssa Rigoletti)**; **Trib. Torino 29 luglio 2014, n. 5687 (I^a Sez. Civile, G.U. Dott. Martinat)**.

⁴ «*Sebbene incontestabile sia l’impegno assunto contrattualmente dall’istituto di credito di comunicare le variazioni significative del livello di rischio, tale impegno è (stato) assunto in chiara correlazione con la descrizione del fatto che le obbligazioni fanno parte dell’elenco patti chiari, - ove i titoli sono selezionati sulla base di due criteri di rischio fondamentali ... mentre non risulta menzionata nel contratto alcuna obbligazione in ordine ad una mera variazione del rischio calcolata sulla base di altri eventuali criteri di valutazione, quali ad esempio l’andamento dei credit default swap*»

⁵ «*Né può ritenersi che l’ultima parte della clausola riportata nell’ordine di acquisto (...) comporti l’assunzione da parte della banca di un obbligo informativo diverso e ulteriore rispetto a quello garantito con l’adesione al consorzio Patti Chiari. Tale frase deve infatti considerarsi come meramente esplicativa dell’obbligo assunto dalla banca, per effetto dell’adesione al consorzio ...*».

⁶ VI^a Sez. Civile, G.U. Dott. Stefani.

⁷ «*Un’interpretazione di buona fede di tale clausola, alla luce del tenore complessivo della nota all’interno della quale è inserita, non consente di ritenere che l’intermediario abbia assunto un obbligo di informare l’investitore ulteriore e diverso rispetto a quello derivante dall’inclusione del titolo nel predetto elenco (...)*».

Al contrario, nei Fori pugliesi pareva delinearsi, in primo e poi anche in secondo grado, una convinta adesione ad una interpretazione in senso ‘ampio’ della clausola (tale cioè da non limitare la verifica all’eventuale alterazione oltre i cd ‘tassi soglia’ dei soli parametri di ‘rating’ e VaR). Da ultimo, infatti, con sentenza **App. Bari 16 marzo 2018, n. 699** la Corte territoriale pugliese ha confermato la sentenza **Trib. Trani 5 giugno 2012, n. 587** che, a seguito di CTU, aveva condannato l’intermediario negoziatore (in quanto sarebbe stato «nella condizione di avere pienamente contezza dell’innalzamento del livello di rischio ... tra la fine del mese di agosto e l’inizio del settembre 2008, allorquando alla eccezionale impennata dei CDS e alle sempre più preoccupanti notizie provenienti dal mercato ... si aggiunse anche un significativo aumento del Var») sul presupposto che «non ... (si deve) limitare tale onere informativo alle comunicazioni di fuoriuscita dall’elenco dei titoli che provenissero dal consorzio Patti Chiari (in quanto) ... in presenza di parametri di rischio il titolo doveva essere prontamente escluso dal listino e di tanto doveva essere data comunicazione agli investitori».

Ancor più recentemente si è però registrata una significativa dissonanza al riguardo, in quanto proprio il Tribunale di Trani, con sentenza **26 settembre 2018, n. 1879** ha deciso in senso diametralmente opposto, in particolare circoscrivendo l’impegno informativo discendente dalla clausola al «...solo (obbligo) ... di comunicare l’eventuale fuoriuscita dall’Elenco dei titoli precedentemente acquistati dall’investitore», seccamente precisando che la «circostanza ... si è verificata solo con il default del 15 settembre 2008».

Per una assai recente adesione all’orientamento restrittivo nell’interpretazione della clausola si veda anche la sentenza **App. Napoli, III^a Sez., 11 settembre 2018, n. 4302** che ha «...pienamente condivis(o) la sentenza del primo giudice nella parte in cui esamina l’assunzione da parte dell’istituto bancario dell’obbligo, in sede di sottoscrizione dell’ordine di acquisto, di informare il cliente ‘se il titolo subisce una variazione significativa del livello di rischio (in quanto) Non vi è dubbio che tale impegno è assunto in **diretta correlazione** con il fatto che il titolo fa parte dell’elenco delle obbligazioni a basso rischio-rendimento, elenco redatto nell’ambito del Progetto Patti

Tale interpretazione oggettiva della clausola, ai sensi degli artt. 1363 e 1366 c.c., è da privilegiare rispetto all’interpretazione soggettiva e sistematica contro il soggetto predisponente compiuta dal ricorrente, ai sensi dell’art. 1370 c.c., con riferimento all’art. 35.2 cod. cons. (d.lgs. 206/2005). Il criterio di interpretazione da ultimo specificato è, infatti, da utilizzare solo qualora l’interpretazione complessiva della clausola alla luce del tenore del contratto e un’interpretazione di buona fede non consentano di comprendere quale, tra i più significati possibili, possa essere attribuito alla disposizione contrattuale. Inoltre non è in alcun modo possibile desumere, dallo scarno tenore letterale della clausola richiamata, l’assunzione da parte dell’intermediario di un’obbligazione autonoma di monitoraggio del titolo acquistato al fine di valutare l’eventuale variazione del livello di rischio del titolo per l’investitore. Tale previsione, infatti, è inserita subito dopo l’avviso dell’inserimento del titolo nella lista OBBRR del Consorzio e in particolare dopo l’avviso della possibilità di uscita da tale lista. Ricordato che le clausole si devono interpretare le une per mezzo delle altre, è corretto e doveroso ritenere l’informativa relativa all’aggravamento del rischio connessa e derivante proprio da quell’inserimento e quindi dall’attività di monitoraggio spettante al Consorzio, non alla Banca intermediaria».

Chiari” ritenendo “*significativa ... la circostanza che ... l’obbligo segue - immediatamente dopo - la frase ‘il titolo potrà uscire dall’elenco successivamente alla data dell’ordine’*» e così conclusivamente statuendo che «*le informazioni che la banca si obbliga a fornire sono **esclusivamente** quelle relative al rischio del mancato rimborso e della perdita di valore dei titoli, circostanze che comporterebbero la **fuoriuscita** di questi ultimi dall’elenco di cui al Progetto Patti Chiari*».

Ben prima era giunta alle medesime conclusioni la sentenza **Trib. Prato 2 ottobre 2013** se pur con una diversa motivazione che escludeva la natura negoziale della clausola: «*...la specifica avvertenza preceduta dal ‘N.B.’ contenuta nell’ordine di acquisto ... non costituisce autonoma clausola negoziale, attesa la natura non contrattuale di tale atto ... ma sintesi del contenuto delle informazioni e del monitoraggio legato dall’inserimento del titolo Lehman all’interno del raggruppamento di obbligazioni a basso rischio/rendimento*».

Le sentenze che hanno rilevato un superamento della soglia del VaR

Merita altresì di essere segnalato l’orientamento di alcuni Giudici che, pur partendo dall’assunto secondo cui la significativa variazione del livello di rischio potesse discendere esclusivamente da un eventuale sconfinamento oltre i c.d. ‘livelli di soglia’ di ‘rating’ e VaR, anziché assumere che sulla base dei dati rilevati dal Consorzio il VaR non registrò un tale sconfinamento almeno sino al 15 settembre 2008, hanno disposto Consulenza Tecnica per la verifica dell’andamento di tale complesso indicatore finanziario (pacifico essendo il rispetto della soglia di rating vista la notoria permanenza di Lehman sopra la soglia dell’‘investment grade’ sino al giorno stesso del clamoroso ‘default’).

Così ad esempio la sentenza **Trib. Cuneo 14 gennaio 2015, n. 44**, dopo aver premesso che «*vi era uno specifico e determinato obbligodi seguire l’andamento del titolo secondo il monitoraggio del VaR, fondamentale parametro di misurazione del rischio per decidere se inserire o eliminare un titolo obbligazionario dal Listino Patti Chiari*» ha condannato l’intermediario negoziatore e il Consorzio a seguito di una CTU che, comunque dichiaratamente adottando una metodologia di calcolo del VaR diversa da quella *Risk metrics* impiegata dal Consorzio, aveva rilevato variazioni del VaR dei titoli Lehman tali da aver determinato il «*superament(o) delle soglie di allarme*» fissate per la loro permanenza nell’Elenco.

Alle stesse conclusioni è giunta **Trib. Padova 27 aprile 2015, n. 12488** sul presupposto che l’impegno dedotto nella clausola avesse ad oggetto «*non solo l’informazione sul rischio default ma anche l’informazione sul rischio di oscillazione del prezzo ovvero di perdita di valore del titolo nel mercato finanziario*» e dopo che il CTU aveva accertato «*il superamento da parte del Var della soglia dell’1%*». Ed essendo sorta discussione in fase di operazioni peritali sulla metodologia di calcolo del VaR da applicare per procedere alla richiesta verifica, il Tribunale ha osservato che la responsabilità del Consorzio (e, ex art. 2615, co. 2 c.c., anche dell’intermediario in quanto consorziato) «*andrebbe*

riconosciuta anche qualora JP Morgan, 'proprietaria' del metodo RiskMetrics, avesse rilevato un VaR sempre inferiore all'1%, qualora dovesse emergere l'erroneità di detto rilevamento. Invero il consorzio ha assunto con gli investitori aderenti al Progetto Patti Chiari uno specifico obbligo di monitorare il rischio di mercato dei titoli della lista e di informarli al riguardo: la scelta del metodo scientifico di calcolo del VaR, cui affidare le valutazioni prodromiche all'adempimento di detto obbligo informativo, è scelta esclusiva di CPC, che non può trasferire sugli investitori il rischio di eventuali errori provenienti da soggetti terzi ed estranei ad ogni rapporto con gli investitori medesimi. Il metodo RiskMetrics per la misurazione del VaR non è del resto menzionato nel citato opuscolo, quindi in alcun modo è entrato a far parte della promessa resa dal consorzio agli investitori».

Le sentenze che hanno rilevato la significativa variazione di parametri/indicatori diversi da quelli specificamente previsti nel protocollo Patti Chiari (CDS e notizie di stampa)

L'esigenza di disporre Consulenze Tecniche al fine di verificare se la clausola fosse stata o meno rispettata nei mesi (o anni) successivi all'acquisto di obbligazioni Lehman da parte degli investitori è stata avvertita anche in sede di appello, così portando in più occasioni alla riforma integrale di sentenze di primo grado favorevoli all'intermediario. Spesso però l'accertamento peritale è stato disposto senza un esplicito riferimento al VaR (così implicitamente i Collegi aderendo ad una interpretazione 'ampia' della clausola), con la conseguenza che, ad esempio, la Corte torinese ha ritenuto che «*la flessione dell'andamento del titolo sul mercato*», le notizie pubblicate dalla stampa finanziaria ovvero «*l'aumento delle quotazioni dei CDS rappresentavano alcuni dei segnali di mercato indice di un notevole aumento del rischio nell'ambito di un contesto generale fortemente negativo ... (ed) avrebbero dovuto indurre la banca ad usare la dovuta diligenza nell'adempimento negoziale informativo... (a tal punto) che gli investitori avrebbero venduto il titolo se fossero stati avvertiti della gravità del rischio*» (così **App. Torino, I^a Sez., 10 gennaio 2014, n. 349**).

Sulla stessa falsariga anche la Corte d'Appello di Palermo ha condannato l'intermediario e il Consorzio rilevando come la CTU disposta in secondo grado avesse evidenziato non solo che «*già a partire dalla seconda metà del luglio 2007 la volatilità del prezzo del titolo ... (aveva) ... assunto un andamento altalenante*» e che «*a partire dal 18.07.2008*» il Var del titolo⁸ aveva «*superato la soglia dell'1% settimanale*» ma anche che «*a partire dal marzo dell'anno 2008*» i credit default swap (nel seguito "**CDS**") associati ai titoli avevano subito «*un progressivo aumento del rischio di credito*» (così **App. Palermo, III^a Sez., 4 aprile 2014, n. 930**).

⁸ Anche in tal caso comunque dichiaratamente misurato «*utilizzando il 'metodo storico' anziché quello «risk metrics applicato da Patti Chiari ... in quanto il metodo in parola si basa su un software applicativo proprietario che le parti non hanno fornito alla scrivente*».

Ai dati di bilancio Lehman ed all'andamento del relativo titolo azionario ha invece fatto riferimento la sentenza **Trib. Firenze 20 dicembre 2014, n. 587**⁹: «*gli obblighi posti a carico della Banca nelle pattuizioni avvenute al momento del conferimento dell'ordine si concretizza(vano) non soltanto nell'informativa circa l'uscita dell'emittente dal c.d. paniere di sicurezza (cioè l'uscita dall'elenco per via di rating inferiore ad A-) bensì pure nell'informativa circa 'variazione significativa del livello di rischio' che nel giugno-luglio 2008 effettivamente vi era stata, sia per via del pur ridotto downgrading, sia per via di risultati della relazione trimestrale al giugno 2008 di Lehman Brothers Holdings Inc. che lasciavano presagire, in assenza di una politica di interventi per il trimestre successivo, un'eventuale sua dichiarazione di insolvenza, sia infine per via della notoria perdita di valore alle quotazioni delle azioni (circa il 73%)*».

Se parte della giurisprudenza appena richiamata riconosce all'andamento dei CDS valenza segnaletica dell'aumento del livello di rischio dei titoli, di opinione diametralmente opposta si è mostrato ormai da svariati anni il Tribunale di Roma¹⁰ che, sollecitato a tener conto della «*variazione in forte aumento, nei mesi precedenti il default, dei valori di scambio dei credit default swap*», ha osservato in più occasioni che in realtà «*si tratta ... di strumenti scambiati al di fuori dei mercati regolamentati e privi essi stessi di regolamentazione, pesantemente condizionati dalle fasi di espansione o flessione dei mercati, con una fisiologica tendenza a sovrastimare il rischio di credito nelle prime e a sottostimarli nelle seconde*» così esprimendo «*seri dubbi sulla capacità dei cds di indicare il pericolo di insolvenza dell'emittente soprattutto in periodo di scarsa liquidità dei mercati*».

Il giudizio di rating come elemento ostativo a ritenere che vi possa essere stata una variazione significativa del livello di rischio

La questione della valenza della clausola è stata invece svalutata da un altro filone giurisprudenziale che potremmo definire più 'sostanzialistico' e che, pur interpretando l'impegno Patti Chiari in maniera 'ampia', ha valorizzato il giudizio di rating attribuito a Lehman dalle principali agenzie specializzate al punto da giudicarlo «*elemento obiettivo ostativo a far ritenere ... che le sue obbligazioni avessero subito una variazione significativa del livello di rischio*» (così **App. Trieste 11 maggio 2012, n. 275**, in *Le società*, 2012, vol. 31, fasc. 11, 1201 ss. e altre sentenze citate in nota¹¹).

⁹ III^a Sez. Civile, G.U. Dott. Delle Vergini.

¹⁰ La prima sentenza a prendere posizione sulla questione dei CDS è stata **Trib. Roma 6 luglio 2010, n. 17553** (III^a Sez. Civile, Pres. Dott.ssa Raganelli, Rel. Dott.ssa Tronci).

¹¹ *Ex multis* v. le sentenze **Trib. Pordenone 15 ottobre 2013, n. 898** (liberamente consultabile su www.expartecreditoris.it) che riteneva «*pienamente condivisibile quanto ... osservato dalla (poc'anzi citata sentenza della) Corte d'Appello di Trieste*», peraltro precisando come «*più in generale gli allarmi generalizzati ... relativi alla crisi finanziaria in atto nel sistema americano e inerente a molte grandi banche e società americane non erano comunque tali da far ragionevolmente supporre che la situazione, peraltro relativo alla sola banca Lehman Brothers potesse precipitare senza il prevedibile (all'epoca) intervento del governo ovvero della banca centrale*»; **Trib. Milano 15 marzo 2014** (VI^a Sez. Civile, G.U. Dott.

In tale ambito va ricompresa anche la pressoché costante opinione dei Giudici della Terza Sezione del Tribunale di Roma i quali, pur assumendo che «*la formula riportata nel modulo di acquisto delle obbligazioni imponeva un obbligo di condotta alla banca senza alcun vincolo in merito agli strumenti idonei da utilizzare per il calcolo delle oscillazioni di rischio, ponendola così in condizione di dover dimostrare che, pur operando con diligenza professionale, nessuno strumento oggettivamente fosse in grado di segnalare la sensibile variazione di rischio delle obbligazioni Lehman Brothers, prescindendo quindi dall'utilizzo esclusivo del rating e del Var menzionati dal protocollo Patti Chiari*», hanno però pressoché sistematicamente concluso che «*sino al 15.9.2008 non sussistessero circostanze obiettivamente ed univocamente attestanti un'elevata probabilità di fallimento della Lehman Brothers, tali da poter influenzare in modo rilevante il grado di rischio dell'investimento*» così da concludere che la condotta dell'intermediario, al pari di quella del Consorzio (nei casi in cui era stato convenuto in giudizio), risultava «*immune da censure, non essendo stato dimostrato che essi disponessero di sicure ed inequivoche informazioni circa una variazione significativa del valore di rischio delle obbligazioni in relazione al recupero del capitale investito ed pagamento delle cedole, idonee a far presagire default dell'emittente*»¹².

Il richiamo all'art. 21 TUF e la necessaria "fornitura di informazioni sull'andamento del titolo" nell'ordinanza Cass. Civ. 15936/2018

In alcune delle sentenze sin qui citate l'impegno Patti Chiari è stato valorizzato una sorta di 'combinato disposto' della clausola con l'art. 21, lett. b) del TUF, che come noto chiede agli intermediari di operare in modo che i clienti «*siano sempre adeguatamente informati*».

Stefani, liberamente consultabile su www.expartecreditoris.it) che, in risposta alla doglianza di «*omessa informazione della banca relativamente all'andamento del titolo nel corso del rapporto*», ha ritenuto «*corretto attribuire maggiore rilevanza ed attendibilità ai rating emessi dalle maggiori agenzie internazionali piuttosto che a notizie di stampa non specializzata che enfatizzavano aspetti particolari della società LB*».

In tali termini ancor prima si era espressa la sentenza **Trib. Novara 23 giugno 2011, n. 519** (liberamente consultabile su www.expartecreditoris.it) che pur «*Condividendo ... (l')arresto (del) Tribunale di Torino 21-22.12.2010 n 7674 nella misura in cui ritiene ... che mediante ... (la) clausola l'istituto bancario abbia assunto un onere informativo ulteriore e più incisivo anche rispetto a quello di cui al Consorzio Patti Chiari ... consistente nella prestazione, in caso di variazione significativa del livello di rischio (del titolo) di informare ... il cliente ... in un termine ... anche più breve di quello minimo di due giorni previsto dalla disciplina generale del Consorzio (e) sostanzialmente ad horas*», se ne «*discosta(va)*» – rilevando la «*assoluta incertezza e(d) impraticabilità di criteri di valutazione del rischio diversi dall'apprezzamento del rating*» in quanto «*...la semplice flessione del prezzo del titoli, se accompagnata dalla stabile permanenza di un rating positivo ... non p(uò) ritenersi circostanza tale da indurre gli intermediari a formulare una valutazione di rischio in termini negativi... tale assunto ha trovato, a tutti gli effetti, conferma nelle conclusioni della espletata CTU ... né a diverse conclusioni è possibile giungere valorizzando ... indici di rischio diversi ... quali i CDScriterio che la ctu attesta attinto da eccessivi margini di incertezza*».

¹² In termini segnaliamo, *ex multis*, le sentenze **Trib. Roma 14 marzo 2011, n 14714**, consultabile su *De jure*, e **Trib. Roma 2 ottobre 2012, n 489** liberamente consultabile su www.expartecreditoris.it.

È il caso della già citata **App. Bari n. 699/2018** che, nel chiarire come «non ... [si deve] limitare tale onere informativo alle comunicazioni di fuoriuscita dall'elenco dei titoli che provenissero dal consorzio Patti Chiari (in quanto) ... in presenza di parametri di rischio il titolo doveva essere prontamente escluso dal listino e di tanto doveva essere data comunicazione agli investitori», ha precisato che «tale surplus di informazioni... figura essere ispirato all'obbligo di informazione continuativa anche successiva alla negoziazione che viene previsto dalla norma primaria speciale (art. 21 lett. b) TUF) e ...fa propendere per una qualificazione del rapporto cliente intermediario come di consulenza più che di mero 'deposito e custodia' così come viene denominato nel modulo contrattuale».

Dello stesso avviso sembra essere la Suprema Corte nel suo primo arresto relativo alla questione: ed infatti l'ordinanza **Cass. 18 giugno 2018, n. 15936**¹³, dopo aver ricordato che ai sensi dell'art. 21 TUF i soggetti abilitati devono operare in modo che i clienti siano «sempre adeguatamente informati», e pur non entrando nell'interpretazione della clausola (visti anche i rigidi limiti dettati dall'elenco di cui all'art. 360 c.p.c.), ha osservato che «nel caso di specie la fornitura di informazioni sull'andamento del titolo era stata pattizionalmente concordata, e doveva trattarsi di una informazione specifica e completa» essendo «determinante per l'investitore ...entrare tempestivamente in possesso delle informazioni su di un titolo, idonee non solo a far comprendere l'iniziale grado di rischio collegato all'investimento, ma che consentano anche di assumere provvidenziali scelte di cessione del titolo, atte ad impedire gravose perdite per l'investitore, in caso di svalutazione del titolo acquistato o deterioramento del patrimonio degli emittenti il titolo».

¹³ I^a Sez. Civile, Pres. Giancola, Rel. Di Marzio.