



8089/16

REPUBBLICA ITALIANA

IN NOME DEL POPOLO ITALIANO

LA CORTE SUPREMA DI CASSAZIONE

PRIMA SEZIONE CIVILE

Composta dagli Ill.mi Sigg.ri Magistrati:

Dott. SALVATORE DI PALMA	- Presidente -	ud. 01/12/2015
Dott. ANTONIO DIDONE	- Consigliere -	PU
Dott. ANTONIO VALITUTTI	- Consigliere -	
Dott. MARIA ACIERNO	- Rel. Consigliere -	
Dott. GIUSEPPE DE MARZO	- Consigliere -	

ha pronunciato la seguente

**SENTENZA**

sul ricorso 3920-2010 proposto da:

GRUPPO SOCIETA' GAS RIMINI S.P.A. (P.I. 00126550409SGR), già SOCIETA' GAS RIMINI S.P.A., SGR SERVIZI S.P.A. (P.I. 00353660400), già CLOVER S.P.A., SGR RETI S.P.A. (P.I. 00338000409), già METANO SAN CLEMENTE S.R.L., in persona dei rispettivi legali rappresentanti pro tempore, elettivamente domiciliate in ROMA, VIA CAIO MARIO 27, presso l'avvocato CHIARA SRUBEK TOMASSY, rappresentate e difese dagli avvocati FRANCESCO GALGANO, CLAUDIA DE MARCHI, giusta procura a margine del ricorso;

2015

1987

Oggetto

*lett. finanziaria*

R.G.N. 3920/2010

Cron. 8089

Rep. /C.I.



- **ricorrenti** -

**contro**

BANCA FIDEURAM S.P.A. (c.f./p.i. 00714540150),  
FIDEURAM INVESTIMENTI SOCIETA' DI GESTIONE DEL  
RISPARMIO S.P.A. (C.F. 01830831002), - appartenenti al  
Gruppo Bancario INTESA SANPAOLO -, in persona dei  
rispettivi legali rappresentanti pro tempore,  
elettivamente domiciliate in ROMA, Via PACUVIO 34,  
presso l'avvocato GUIDO ROMANELLI, che le rappresenta  
e difende unitamente all'avvocato FABRIZIO BARBIERI,  
giusta procure speciali per Notaio dott.ssa MARIA  
CHIARA BRUNO di ROMA - Rep.n. 22231 del 19.2.2010 e  
Notaio dott.ssa CLAUDIA GANGITANO di RHO - Rep.n.  
1.233 del 25.2.2010;

- **controricorrenti** -

avverso la sentenza n. 816/2009 della CORTE D'APPELLO  
di BOLOGNA, depositata il 30/06/2009;  
udita la relazione della causa svolta nella pubblica  
udienza del 01/12/2015 dal Consigliere Dott. MARIA  
ACIERNO;  
udito, per le ricorrenti, l'Avvocato C. DE MARCHI che  
si riporta;  
udito, per le controricorrenti, l'Avvocato L.  
ROMANELLI, con delega, che si riporta;  
udito il P.M., in persona del Sostituto Procuratore  
Generale Dott. LUCIO CAPASSO che ha concluso per il



rigetto del ricorso.

## SVOLGIMENTO DEL PROCESSO

La Corte d'Appello di Bologna, confermando la pronuncia di primo grado, ha respinto le domande proposte dalle s.p.a. Gruppo Società Rimini, SGR Reti; SGR Servizi, aventi ad oggetto l'annullamento e il risarcimento dei danni subiti in relazione a tre mandati di gestione patrimoniale, della durata di otto anni, sottoscritti nell'ottobre 1999 e nel settembre 2000 stipulati con la s.p.a. Fideuram Investimenti SGR per il tramite di Banca Fideuram.

La società investitrice aveva evidenziato che :

l'impegno economico complessivamente assunto con i mandati di gestione patrimoniale sottoscritti era pari a 25.000.000 di euro;

che l'obiettivo d'investimento era quello di raddoppiare alla scadenza il capitale investito senza intaccarlo e con garanzia di pronta liquidità dell'investimento;

che era stata rappresentata l'assenza di qualsiasi rischio di perdita del capitale originario;

che dopo una prima fase di positivi rendimenti le gestioni avevano cominciato ad accumulare ingenti perdite;

che, conseguentemente i contratti erano annullabili per errore essenziale e riconoscibile e comunque le convenute



erano responsabili per violazioni degli obblighi informativi. La Fideuram Investimenti doveva rispondere anche per malagestio in considerazione dell'entità delle perdite e del benchmark di riferimento.

La Corte territoriale, a sostegno della decisione assunta ha affermato :

Le domande delle società investitrici si fondano su tre assunti :

- La garanzia di risultato e, conseguentemente, l'assenza di rischio in ordine alla possibile perdita del capitale investito;
- La scorrettezza informativa sulla natura rischiosa dell'investimento per mancata descrizione nei contratti delle "linee di gestione" e del loro "grado di rischio";
- L'inadeguatezza dell'operazione rispetto all'obiettivo dell'investimento, all'omessa dichiarazione della propria propensione al rischio e al benchmark di riferimento.

Preliminarmente la Corte afferma che deve essere censurato l'intento difensivo delle società di svalutare il contenuto degli atti informativi ricevuti e di quelli negoziali sottoscritti nonché di rappresentare gli investitori come soggetti privi di capacità di comprensione del rischio.

In ordine ai singoli profili di censura rileva :



1. Sulla violazione degli obblighi informativi e sull'adeguatezza dell'operazione :

L'adeguatezza dell'informazione deve essere correlata al profilo dell'investitore nella specie società appartenenti ad un Gruppo di dimensioni così significative da programmare investimenti per 25 milioni di euro, operante a livello ultranazionale ed ovviamente dotato di organi di controllo quali il Collegio sindacale e la società di revisione dei bilanci. Deve, pertanto, escludersi che i mandati siano stati sottoscritti nell'inconsapevolezza della loro reale portata.

L'onere probatorio a carico dell'intermediario, stabilito nell'art. 23 T.U.F. non deve essere assolto necessariamente attraverso un'informazione verbale ma, al contrario, può anche risultare dai documenti sottoscritti dall'investitore e ricognitivi dell'adempimento degli oneri informativi

Dall'esame dei predetti documenti emerge che non è stato affatto promesso in termini di garanzia non solo il raggiungimento dell'obiettivo d'investimento ma neanche il mantenimento del capitale investito. L'unico limite contrattualmente posto è quello relativo al patrimonio affidato. La leva finanziaria è stata individuata come corrispondente all'unità con possibilità per la società gestore di contrarre obbligazioni solo entro l'entità del patrimonio affidato fino al suo esaurimento. Non sussistono



altri limiti quantitativi all'investimento del patrimonio affidato in gestione.

Le missive inoltrate in corso di rapporto specificano sempre che le previsioni sull'andamento dei mercati non costituiscono garanzia di rendimento futuro.

2. Omessa descrizione del grado di rischio per ciascuna linea di gestione prescelta.

Le condizioni generali di contratto evidenziavano espressamente che gli investimenti sarebbero stati eseguiti senza alcun limite quantitativo in azioni della S.I.C.A.V. multi compartimentale Interfund, (società d'investimento a capitale variabile costituita sotto forma di società per azioni di diritto lussemburghese). I quindici compartimenti di cui si componeva la società erano descritti anche in ordine alla maggiore o minore sensibilità in relazione alla variazione dei tassi d'interesse. Non era previsto alcun limite qualitativo alle società di gestione.

Entro questa flessibilità pressoché integrale della società gestore, non ha rilievo la mancata esplicitazione del grado di rischio di ciascuna linea di gestione così come imposto dal Documento Rischi allegato al regolamento Consob n.11522 del 1998.

Si sottolinea che il precetto non è contenuto né nel T.U.F. né nel Regolamento Consob. Ciò comporta che esso vada letto



in correlazione con le indicazioni contrattuali che riguardano proprio i limiti entro cui devono essere effettuate le scelte di gestione che l'investitore può contrattualmente porre all'intermediario per orientare la rischiosità del servizio di gestione. Nella specie l'assenza di limiti all'intermediario e la presenza di una gestione assolutamente flessibile all'interno dei 15 comparti contrattualmente descritti evidenzia l'impossibilità di specificare per ciascuna linea di gestione il grado di rischio. Peraltro la professionalità degli investitori fa presumere che essi fossero comunque in grado di comprendere le differenze di rischiosità.

Il parametro oggettivo di riferimento prescelto (cd. benchmark) non è indicativo della bassa propensione al rischio in quanto tale parametro è posto ai sensi dell'art. 42 del Regolamento Consob n.11522 del 1998 non come limite indiretto al gestore o come dato informativo sul cliente ma solo al fine di confrontare la performance di portafoglio rispetto all'andamento del mercato e, conseguentemente, per aiutarlo a comprendere i risultati ottenuti dalla gestione di un certo portafoglio titoli.

### 3. Adeguatezza

Rispetto alla censura d'inadeguatezza degli investimenti in correlazione con il rifiuto di fornire informazioni in ordine alla propria propensione al rischio ed al benchmark



prescelto (parametro di riferimento), la Corte d'Appello evidenzia che anche in assenza delle informazioni sulla propensione al rischio l'intermediario deve fondarsi su ogni altra informazione disponibile in ordine ai servizi prestati ed in particolare sulle pregresse decisioni d'investimento, sulla capacità patrimoniale e sulle condizioni soggettive dell'investitore. Queste ultime devono essere valorizzate dall'assoluta mancanza di limiti nella gestione in termini di scelta degli strumenti finanziari inseribili nella gestione.

Le società avevano già sottoscritto un mandato con analoghe caratteristiche; avevano ricevuto in corso di rapporto informazioni supplementari e nonostante l'andamento negativo iniziato a decorrere dal secondo trimestre del 2000 avevano implementato il proprio investimento per 4 miliardi di lire. In conclusione, il comportamento complessivamente tenuto dalle società a fronte dell'amplissima informativa periodica è indicativo della valutazione di idoneità degli investimenti eseguiti.

#### 4. Mala gestio

In ordine alla responsabilità per mala gestio derivante in particolare dal fatto che le performances erano state sempre al di sotto del benchmark di riferimento (del 20% circa) la Corte d'Appello ritiene che per le considerazioni sopra svolte gli investimenti non potevano essere ritenuti



spregiudicati e che l'inversione dell'onere della prova stabilito nell'art. 23 t.u.f. non esime di specificare compiutamente la causa petendi della propria domanda non essendo sufficiente invocare genericamente il compimento di atti di mala gestio. Infine la valutazione deve essere eseguita ex ante tenendo presente che la durata della gestione doveva essere di otto anni mentre venne interrotta dopo tre e due anni non consentendo così alcun margine di recupero.

Il solo scarto rispetto al benchmark non consente pertanto di ritenere sussistente un'imperizia o negligenza gestoria in mancanza di altri elementi.

Avverso tale pronuncia hanno proposto ricorso per cassazione le società investitrici. Hanno resistito con controricorso le due società Fideuram. La parte ricorrente ha depositato memoria.

#### MOTIVI DELLA DECISIONE

Nel primo motivo viene dedotta la violazione e falsa applicazione degli artt. 75 e 83 cod. proc. civ. nonché il vizio di motivazione per non avere la Corte d'Appello disatteso la censura relativa alla nullità della procura alle liti rilasciata in calce alla comparsa di risposta del 23/3/2007. In tale atto viene dichiarato che la procura è conferita non dal presidente e legale rappresentante dell'istituto bancario ma da altro soggetto, avv.



Tomasetti, in qualità di responsabile della direzione legale della banca Fideuram s.p.a. senza, tuttavia, dare evidenza dei suoi poteri di rappresentanza.

La giurisprudenza di legittimità ha stabilito che la persona fisica che ha conferito il mandato alle liti in rappresentanza di un ente non ha l'onere di dimostrare tale sua qualità purché il suo potere rappresentativo le derivi da atti soggetti a pubblicità legale al fine di consentire ai terzi di verificarne l'esistenza ed il contenuto. Nella specie tale ultimo requisito difettava e, conseguentemente, la procura doveva ritenersi invalida.

Il motivo è inammissibile sotto il profilo della violazione dell'art. 360 n. 5 cod. proc. civ. mancando la sintesi fattuale richiesta a pena d'inammissibilità della censura ex art. 366 bis cod. proc. civ. ratione temporis applicabile. E', inoltre, infondato sotto il profilo della violazione di legge perché la Corte d'Appello ha evidenziato, all'esito di accertamento di fatto incensurabile, (pagg.21 e 22), che il potere rappresentativo all'avv. Tomasetti era stato conferito con procura notarile (5/5/2000 rep. 3642) depositata in primo grado ovvero con atto dotato di pubblicità legale, conformemente ai principi sanciti dalle S.U. con la pronuncia n.20596 del 2007. Il rilascio di una nuova procura alle liti per il secondo grado non limita la



validità del preesistente conferimento dei poteri per mezzo di atto sottoposto a pubblicità legale al conferente.

Nel secondo motivo viene dedotta la violazione degli obblighi informativi previsti negli artt. 21 e 23, ultimo comma, T.U.F, (onere della prova sull'adempimento dell'obbligo di diligenza in ordine alle informazioni) e 28 Reg. Consob n. 11522 del 1998.

L'assolvimento di tali obblighi cogenti, secondo la parte ricorrente, non può trarsi dalla clausola di stile "le gestioni non offrono garanzia di mantenere invariato il valore degli investimenti". La formula è del tutto specifica e non consente una scelta consapevole.

In particolare, l'art. 28 Consob esclude la possibilità di ricorrere ad un'informativa tipizzata e standardizzata. Dalla clausola sopra indicata non vi è alcuna indicazione in ordine al grado di rischio.

Le informazioni successive all'instaurazione del rapporto sono state insufficienti e generiche. Esse, pertanto, non consentono di assolvere all'onere della prova stabilito nell'art. 23 T.U.F.

Le precise e documentate previsioni di risultato (doc. da 4 a 8), personalizzate attraverso il promotore Gabellini, sono rimaste disattese.



La società ricorrente non è un operatore qualificato o professionale. Ne consegue che incombe su Fideuram l'obbligo di fornire informazioni adeguate secondo lo stesso parametro applicabile a qualsiasi altro risparmiatore.

Il motivo si chiude con rituale quesito di diritto.

Nel terzo motivo viene dedotta, sia sotto il profilo della violazione dell'art. 21 T.U.F. e 29 Regolamento Consob n. 11522 del 1998, sia sotto il profilo del vizio di motivazione, la erroneità della decisione della Corte d'Appello in ordine alla ritenuta adeguatezza delle gestioni patrimoniali rispetto alla propensione al rischio della società ricorrente. Tale valutazione è stata desunta, nella sentenza impugnata, da pregresse decisioni d'investimento, dalla capacità patrimoniale dell'investitore e dalle sue condizioni soggettive.

In particolare la Corte d'Appello, pur riconoscendo che il rifiuto della ricorrente di fornire le informazioni previste dall'art. 28 Reg. Consob non esime l'intermediario dal dovere di valutare l'adeguatezza delle operazioni d'investimento, ha ritenuto che le operazioni svolte siano state conformi alla propensione al rischio così come enucleabile dagli indici sopradelineati.

Al riguardo la parte ricorrente evidenzia che dal rifiuto di fornire le informazioni ex art. 28 Reg. Consob dovrebbe



dedursi una bassa propensione al rischio; che i pregressi investimenti avevano avuto natura conservativa, ed in particolare che nei mandati e nei relativi allegati del profilo di rischio delle gestioni non era indicato il grado di rischio per ciascuna gestione così come richiesto dal Regolamento Consob. L'assenza d'indicazioni sul grado di rischio deve intendersi indicativa della natura conservativa delle gestioni. Ugualmente l'indicazione dei benchmark delle gestioni che si componevano esclusivamente di titoli di stato evidenziavano la medesima caratteristica, ovvero un grado di rischio basso. Infine, non è stato considerato che la società ricorrente aveva disinvestito, poco prima di sottoscrivere i mandati dedotti nel presente giudizio, in ordine ad operazioni non ritenute rispondenti alle esigenze di conservazione del capitale delle società e non congruente rispetto al basso profilo di rischio delle stesse. Sostanzialmente la Corte d'Appello ha dato rilievo esclusivamente ad un unico investimento di analoga tipologia ma non a tutti gli indicatori contrari esaminati.

Il motivo si chiude con rituale quesito di diritto ma la censura relativa al vizio di motivazione difetta di sintesi fattuale richiesta a pena d'inammissibilità dall'art. 366 bis ultima parte cod. proc. civ. ratione temporis applicabile.



Nel quarto motivo viene dedotta la violazione e falsa applicazione degli artt. 37 e 42 del Reg. Consob n. 11522 del 1998 nonché il vizio di motivazione per avere la Corte d'Appello disatteso la censura relativa all'assenza della descrizione del rischio delle singole linee di gestione prescelte dalla società in aperta e palese violazione degli artt. 30 e 37 Reg. Consob.

Al riguardo, nella sentenza impugnata è affermato che la Fideuram aveva investito senza alcun limite quantitativo nell'ambito del capitale investito in azioni della SICAV multi comparto Interfund, società d'investimento a capitale variabile costituita sotto forma di società per azioni di diritto lussemburghese; che tutti i 15 comparti di cui si componeva detta società erano esplicitamente descritti in relazione alla loro natura azionaria, monetaria, obbligazionaria, al mercato di riferimento, alla durata finanziaria dei titoli di debito con espressa indicazione della maggiore o minore sensibilità alla variazione dei tassi d'interessi; che nell'ambito di tali strumenti finanziari non era imposto alla società di gestione alcun limite qualitativo. Tale previsione e la conseguente flessibilità in ordine agli investimenti nell'ambito dei 15 comparti determinava l'oggettiva impossibilità di esplicitare alcun grado di rischio percentuale o qualitativo della gestione.



Ritiene, tuttavia, il ricorrente che la lettura dell'art. 37 del Regolamento evidenzia la contrarietà a diritto di tale soluzione. Tra le specifiche informazioni che l'intermediario deve fornire ve ne sono due da tenere distinte :

la specificazione delle caratteristiche della gestione, ovvero le informazioni circa gli specifici profili di rischio che dall'operazione possono derivare all'investitore anche in termini di perdite di capitale;

l'espressa indicazione delle operazioni che l'intermediario non può compiere senza la preventiva autorizzazione dell'investitore con eventuale indicazione dell'assenza di tale restrizione (art. 37 cit. lett. a-b)

Da tale descrizione risulta evidente che il legislatore abbia tenuto differenziate le due tipologie d'informazioni ritenendole entrambe necessarie, con la conseguenza che la descrizione delle operazioni da svolgere non può valere anche in ordine alla descrizione delle caratteristiche della gestione. Tale profilo deve formare oggetto di una specifica informativa ed essere idoneo a fornire all'investitore la consapevolezza del sostanziale grado del rischio che va assumendo con la gestione.

L'indicazione espressa del grado di rischio costituisce certamente il primo e fondamentale elemento che tipizza e caratterizza il servizio di gestione in quanto rappresenta



il dato che più di ogni altro è in grado di assicurare consapevoli scelte d'investimento da parte degli investitori.

Tale indicazione, del resto, è obbligatoriamente imposta dal regolamento Consob n. 15122 del 1998 nell'allegato 3 parte "C".

Non può, pertanto, ritenersi - come invece indicato nella sentenza impugnata - che non fosse possibile indicare il grado di rischio delle singole linee di gestione, perché quest'ultimo elemento è sempre determinabile attraverso il parametro oggettivo (c.d. benchmark) che l'art. 42 Consob impone obbligatoriamente d'indicare nei contratti di gestione.

Peraltro il benchmark non può essere considerato soltanto uno strumento volto ad offrire al cliente la possibilità di confrontare le performances di portafoglio rispetto all'andamento di mercato e conseguentemente di consentirgli di valutare i risultati ottenuti nella gestione di un certo portafoglio titoli, come ritenuto dalla Corte d'Appello, trattandosi di uno strumento volto a comunicare in modo oggettivo e trasparente il rischio tipico dell'impresa in cui il fondo investe. Il suo scopo è d'identificare, tramite la descrizione della composizione di portafoglio e di caratterizzare con il profilo di rischio associato a tale composizione, il prodotto offerto dal fondo comune



d'investimento (questa la definizione tratta dal "Nuovo Dizionario di banca, borsa e finanza, Roma", 2002, p. 375). Nella specie, i benchmark delle gestioni erano composti esclusivamente di titoli di Stato, i quali per loro natura sono caratterizzati da un grado di rischio molto basso.

La censura si chiude con rituale quesito di diritto ma manca della sintesi fattuale richiesta a pena d'inammissibilità ex art. 366 bis ultima parte cod. proc. civ. ratione temporis applicabile, per ciò che concerne il vizio di motivazione.

Nel quinto motivo di ricorso viene dedotta la violazione e falsa applicazione degli artt. 1176, 2710 e 2697 cod. civ. oltre che 23, u.c., T.U.F. nonché il vizio di motivazione, per non essere stata accolta nella sentenza impugnata la domanda di malagestio. La corte d'Appello ha censurato di genericità ed indeterminatezza la domanda in questione, per difetto d'indicazione dei comportamenti asseritamente contrari alla diligenza del mandatario.

La parte ricorrente ritiene invece di aver del tutto assolto all'onus probandi su di essa incombente, avendo dimostrato che gli investimenti erano stati costantemente al di sotto del benchmark e del tutto contrastanti con la promessa di raddoppio del capitale formulata dal promotore, oltre ad avere evidenziato tutte le scorrettezze endocontrattuali rinvenute nella gestione.



Le censure contenute nel secondo, terzo e quarto motivo possono essere esaminate congiuntamente in quanto logicamente connesse, essendo dirette, sotto diverse angolazioni a sottolineare il deficit informativo specifico in ordine alle operazioni d'investimento eseguite dalla Fideuram in esecuzione dei tre mandati di gestione patrimoniale dedotti nel presente giudizio.

In particolare le questioni poste dalle censure riguardano: l'assolvimento degli obblighi informativi da parte dell'intermediario sotto il profilo della specificità ed adeguatezza in correlazione con il profilo dell'investitore e della propensione al rischio così come manifestata in riferimento ai mandati di gestione patrimoniale;

l'adeguatezza degli investimenti eseguiti rispetto ai soprari chiamati parametri (interconnessi) del profilo dell'investitore e della sua propensione al rischio;

l'incidenza dell'omessa predeterminazione del grado di rischio di ciascuna linea di gestione così come prescritto dall'art. 42 Reg. Consob n. 11522 del 1998 per le gestioni di portafogli titoli.

In primo luogo, deve rilevarsi che il rilievo contenuto nella sentenza impugnata in ordine alla peculiare natura dell'investitore, (società appartenente ad un "gruppo" di dimensioni tali da programmare investimenti finanziari per



circa 25 milioni di euro, dotato di organi quali il collegio sindacale e la società di revisione, impegnati nell'esame della gestione del patrimonio societario - pag. 23 sentenza impugnata), non è idoneo ad integrare la qualificazione della S.P.A. Gruppo Rimini come investitore qualificato o professionale, dal momento che : *"In tema di contratti di intermediazione finanziaria, la qualità di operatore qualificato ha un preciso contenuto tecnico giuridico, espressamente disciplinato dall'art. 31, comma 2, del regolamento Consob 1 luglio 1998, n. 11522, e non integrato dal mero riferimento all'entità del patrimonio dell'investitore ed alle sue attitudini imprenditoriali.* (Cass. 17333 del 2015).

Pertanto anche nei confronti della società ricorrente si applica l'art. 21, comma 1, lettere a) e b) T.U.F. secondo il quale : *"Nella prestazione dei servizi di investimento (tra i quali rientrano le gestioni patrimoniali ex art. 1 comma 5 lettera d n.d.r.) e accessori i soggetti abilitati devono:*

a) *comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza, nell'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"; nonché l'art. 28, commi 1 e 2, del Reg. Consob n. 11522 del 1998, secondo il quale : "Prima di iniziare la prestazione dei servizi di investimento, gli intermediari autorizzati devono:

a) chiedere 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.

L'eventuale rifiuto di fornire le notizie richieste deve risultare dal contratto di cui al successivo articolo 30, ovvero da apposita dichiarazione sottoscritta dall'investitore;

b) consegnare agli investitori il documento sui rischi generali degli investimenti in strumenti finanziari di cui all'Allegato n. 3.

2. Gli intermediari autorizzati non possono effettuare operazioni o prestare il servizio di gestione se non dopo aver fornito all'investitore informazioni adeguate sulla natura, sui rischi e sulle implicazioni della specifica operazione o del servizio, la cui conoscenza sia necessaria per effettuare consapevoli scelte di investimento o disinvestimento".

L'art. 31, primo comma del citato reg. Consob prescrive espressamente che gli obblighi informativi previsti dal



precedente art. 28 non si applichino nei confronti degli investitori qualificati e professionali, essendo invece vigenti (salvo per alcuni di essi diverso specifico patto negoziale) per tutte le altre tipologie d'investitori.

Dal quadro normativo sopra delineato emerge come l'intermediario sia tenuto nei confronti di ciascun investitore all'assolvimento dell'obbligo di "fornire" informazioni specifiche sulla tipologia ed i rischi degli investimenti proponibili. Si tratta di un obbligo "attivo" come ineludibilmente indicato dall'utilizzazione dei predicati verbali "fornire" ed "acquisire" desumibili dal testo degli artt. 21 t.u.f. e 28 del Reg. Consob, previsto in via generale per i servizi d'investimento, salvo una più puntuale conformazione per specifiche tipologie di operazioni finanziarie.

Il profilo dell'investitore riveste un indubbio rilievo al fine di valutare l'adeguatezza delle informazioni acquisite e fornite dall'intermediario ma non può determinare l'eliminazione dell'obbligo legale d'informazione a carico dell'intermediario o la sua riconduzione entro clausole di stile, dovendosene valutare l'assolvimento in primo luogo in considerazione della natura ed entità (nella specie estremamente significativa) degli investimenti nonché della tipologia e della rischiosità dei medesimi. L'obbligo informativo risulta composto di un contenuto oggettivo ed



uno soggettivo. Il contenuto oggettivo delle informazioni relative all'investimento non può essere determinato esclusivamente alla stregua del profilo soggettivo dell'investitore, quando quest'ultimo non sia operatore professionale, ma deve essere anche caratterizzato da un nucleo di dati oggettivamente riferibili agli investimenti che si intendono proporre contrattualmente ed eseguire. Il profilo soggettivo condiziona la valutazione dell'assolvimento dell'obbligo informativo, costituendo uno degli indicatori dell'adeguatezza, ma non lo esaurisce.

La Corte d'Appello di Bologna trae invece proprio dalle caratteristiche soggettive dell'investitore la conclusione dell'adeguatezza delle informazioni sugli investimenti, ritenendo che debba ritenersi "inverosimile che i mandati di gestione siano stati sottoscritti nella sostanziale non consapevolezza della loro reale portata", oltre che da indici desunti dal contratto quadro del tutto privi di qualsiasi specifico contenuto informativo. Al riguardo, se può astrattamente condividersi l'affermazione, contenuta nella sentenza impugnata, secondo la quale l'adempimento dell'obbligo informativo può essere assolto anche mediante il tenore dei documenti contrattuali, deve rilevarsi che alla luce dei riferimenti testuali selezionati dalla Corte territoriale l'assunto della Corte d'Appello non può condividersi.



Le locuzioni contrattuali sono le seguenti :

sotto il titolo "dichiarazioni e firme dei mandanti " il sottoscrittore prendeva atto "che il menzionato servizio di gestione non offre garanzia di mantenere invariato il valore degli investimenti" .

Nell'art. 5 delle Condizioni generali di contratto veniva prescritto che "il cliente non ha alcuna garanzia di mantenere invariato il valore degli investimenti effettuati né di ottenere il raggiungimento dei propri obiettivi d'investimento".

Si tratta di clausole rivolte alla delimitazione "esterna" del rischio connesso agli investimenti, prive di qualsiasi indicazione relativa al contenuto intrinseco delle informazioni relative ad essi.

Aggiunge la Corte d'Appello che la leva finanziaria era individuata come corrispondente all'unità, con possibilità per la mandataria di contrarre obbligazioni solo entro l'entità del patrimonio affidato ma comunque fino all'esaurimento dello stesso. Anche questa indicazione contrattuale svolge l'esclusiva funzione di definire il limite contrattuale non oltrepassabile delle perdite contrattualmente realizzabili ma è privo di contenuto descrittivo informativo in ordine agli investimenti.



Nessuna indicazione relativa al contenuto degli "allegati" e al Documento sui rischi in generale menzionato a pag. 24 della sentenza impugnata può riscontrarsi nel corpus della motivazione nonostante il contenuto specifico delle censure mosse alla sentenza di primo grado in ordine alla violazione dell'obbligo di comportamento stabilito nell'art. 21 T.U.F. e 28 Consob.

Pertanto, contrariamente a quanto ritenuto dalla Corte d'Appello di Bologna, deve ritenersi in via generale non assolto l'obbligo incombente sull'intermediario di fornire le informazioni relative agli investimenti da eseguire, non essendo emerso alcun positivo riscontro al riguardo ed essendo stati utilizzati indici del tutto esterni al contenuto dello stesso obbligo (anche sotto il profilo dell'onus probandi).

Tale carenza, riscontrata in via generale deve essere verificata in concreto in ordine alla conoscenza dell'effettivo grado di rischio degli investimenti contrattualmente descritti. Nel terzo e quarto motivo viene censurata sotto due versanti diversi ma contigui proprio l'omessa rappresentazione della concreta rischiosità degli investimenti eseguiti.

In particolare si rileva sia l'inadeguatezza delle operazioni rispetto al profilo di rischio derivante dal benchmark e dalla propensione verso investimenti



peraltro, non diversi da quelli posti a base della erronea valutazione positiva dell'assolvimento dei generali obblighi informativi incombenti sull'intermediario, richiedendo necessariamente un riscontro oggettivo derivante dalla conoscenza preventiva e, conseguentemente tendenziale ma non eliminabile perché imposta ex lege, dei rischi connessi agli investimenti. La soggettiva propensione al rischio deve essere commisurata alla oggettiva conoscenza della rischiosità delle operazioni, mancando altrimenti uno dei parametri di valutazione.

Al riguardo, come disciplinato nella sezione IV del Reg.Consob (dedicata specificamente alle gestioni patrimoniali) ed in particolare nell'art. 42 comma 1 da integrarsi con l'allegato 3 (Documento Rischi) sub lettera c) del predetto testo normativo, deve essere indicato per iscritto nel contratto quadro il grado di rischio di ciascuna linea di gestione patrimoniale. Nella sentenza impugnata viene riconosciuto che tale indicazione manca ma se ne giustifica l'omissione sulla base di due erronee argomentazioni.

La prima si fonda sulla mancanza di effettiva vincolatività del precetto in quanto non contenuto nel T.U.F. e nel Regolamento Consob ma soltanto nel Documento Rischi Generali.



A tale riguardo deve evidenziarsi che l'allegato sub 3, costituisce parte integrante del Regolamento citato, come indicato espressamente nell'art. 28 comma 1 lettera B ed in particolare costituisce il modello prescrittivo dell'assolvimento degli obblighi informativi specifici relativi alla trasparente e comprensibile rappresentazione dei rischi connessi alle singole gestioni così come prescritto in via generale dal primo comma dell'art. 42. Tale norma richiede all'intermediario di indicare "ai fini della definizione delle caratteristiche della gestione un parametro oggettivo di riferimento coerente dei rischi ad essa connessi". L'allegato (3 lettera c) indica come assolvere a tale prescrizione vincolante chiarendo in primo luogo che

*"La rischiosità della linea di gestione è espressa dalla variabilità dei risultati economici conseguiti dal gestore"* e prescrivendo che:

*"L'investitore può orientare la rischiosità del servizio di gestione definendo contrattualmente i limiti entro cui devono essere effettuate le scelte di gestione. Tali limiti, complessivamente considerati, definiscono le caratteristiche di una linea di gestione e devono essere riportati obbligatoriamente nell'apposito contratto scritto".*



La seconda argomentazione riguarda la dedotta impossibilità di fornire tale indicazione specifica in quanto impedita dalla assenza di limiti all'intermediario da parte dell'investitore in presenza di una gestione assolutamente flessibile nella quale l'intermediario poteva discrezionalmente spaziare nell'ambito dei descritti 15 variegati comparti d'investimento di cui si componeva la SICAV multi compartimentale Interfund.

Tale affermazione non è condivisibile dal momento che si fonda sull'erronea equiparazione tra la descrizione delle gestioni (pag. 27 sentenza impugnata) e l'indicazione relativa al grado di rischio di ciascuna linea di gestione, omettendo di considerare che la descrizione della natura giuridica degli investimenti (azionaria, obbligazionaria, con indicazione del mercato di riferimento) e della maggiore o minore sensibilità alla variazione dei tassi d'interesse non contiene una diretta esplicitazione del grado di rischio richiesta invece dal testo integrato dell'art. 42 con l'allegato 3 sub c).

In particolare nel predetto allegato viene precisato che *"la rischiosità effettiva della linea di gestione dipende dalle scelte operate dall'intermediario che, seppure debbano rimanere entro i limiti contrattuali, sono solitamente caratterizzate da ampi margini di discrezionalità circa i titoli da acquistare o vendere e il momento in cui eseguire le operazioni"*, tuttavia



*l'intermediario deve comunque esplicitare il grado di rischio di ciascuna linea di gestione".*

Come evidenziato, pertanto, la flessibilità di manovra all'interno del comparto degli investimenti non esclude l'obbligo di predeterminare, nei limiti della prevedibilità ex ante, il tendenziale livello di rischio di ciascuna linea di gestione, privandosi altrimenti l'investitore di ogni margine di prevedibilità del risultato degli investimenti salvo il perimetro esterno costituito dalla indicazione del livello massimo di perdita contrattualmente prevista, nella specie, non superiore al capitale investito. La discrezionalità dell'intermediario incide invece sulla rischiosità effettiva di ciascuna operazione valutabile soltanto ex post (in quanto esposta all'andamento fluttuante dei mercati) ma può legittimamente operare solo ove l'investitore, attraverso il Documento Rischi Generali fornito anche dell'indicazione relativa al grado di rischio prospettabile per ciascuna linea di gestione, sia stato messo in grado di accettare consapevolmente i margini di rischiosità effettiva volta per volta verificabili.

Tali indicazioni, peraltro, non potevano essere desunte né dal parametro oggettivo di riferimento (cd. benchmark) che, come affermato anche nella sentenza impugnata, non costituisce un indicatore diretto del grado di rischio



soportabile dall'investitore né dalla leva finanziaria, (pari all'unità), peraltro del tutto prudentiale.

Deve, pertanto ritenersi che nella specie l'intermediario abbia omesso di osservare le prescrizioni cogenti e conformative dell'assolvimento positivo dell'obbligo informativo in ordine a ciascuna linea di gestione, non essendosi uniformato alle prescrizioni provenienti dall'allegato 3 sub C) del Regolamento Consob n. 11522 del 1998.

L'accoglimento del secondo, terzo e quarto motivo di ricorso determinano l'assorbimento del quinto motivo.

In conclusione, respinto il primo motivo, ritenute inammissibili tutte le censure relative alla violazione dell'art. 360 n. 5 cod. proc. civ., la Corte accoglie il secondo, terzo e quarto motivo di ricorso, con assorbimento del quinto motivo.

Alla cassazione consegue il rinvio alla Corte d'Appello di Bologna in diversa composizione perché si attenga ai seguenti principi di diritto :

"Nei contratti d'intermediazione finanziaria l'assolvimento degli obblighi informativi posto a carico dell'intermediario non può esaurirsi nella indicazione contrattuale del massimo rischio contrattualmente previsto né fondarsi sull'astratta valutazione della possibilità per l'investitore di assumere autonomamente ed aliunde tali informazioni quando non ricorra la qualifica di investitore



professionale, avendo invece ad oggetto una condotta positiva diretta specificamente a fornire le informazioni idonee a descrivere la natura, la quantità e la qualità dei prodotti finanziari ed a rappresentarne la rischiosità".

"Nei contratti aventi ad oggetto la gestione di portafogli, gli obblighi di comportamento normativamente posti a carico dell'intermediario (art. 36 - 46 Reg. Consob n. 11522 del 1998) prevedono anche la preventiva indicazione del grado di rischio di ciascuna linea di gestione patrimoniale, essendo, tale prescrizione vincolante, prevista nell'Allegato 3 sub C) del Regolamento, dettato al fine d'indicare le modalità di esecuzione dell'obbligo, sancito nell'art. 42 del Regolamento, di fornire all'investitore un parametro oggettivo coerente dei rischi connessi alle singole gestioni".

P.Q.M.

La Corte,

Rigetta il primo motivo di ricorso. Accoglie il secondo, terzo e quarto motivo.

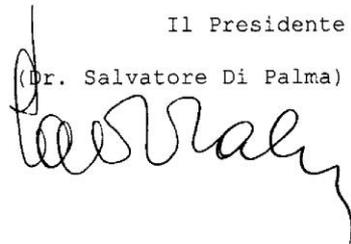
Assorbito il quinto.

Cassa la sentenza impugnata a rinvia alla Corte d'Appello di Bologna in diversa composizione, *anche per le spese*

Così deciso nella camera di consiglio del 1 dicembre 2015

Il Presidente

(Dr. Salvatore Di Palma)



31

Il giudice est.

(Dr.ssa Maria Acierno)



**IL FUNZIONARIO GIUDIZIARIO**  
*Franca Caldarella*

Depositato in Cancelleria

II 21 APR 2016

**IL FUNZIONARIO GIUDIZIARIO**  
*Franca Caldarella*

