



██████████ e ██████████ nei confronti della Credit Suisse s.p.a. (Italy) e condannato gli attori alla rifusione delle spese giudiziali.

Con citazione del 26.10.15, hanno proposto appello avverso la sentenza ██████████ e ██████████, chiedendo, in riforma della stessa, l'accoglimento delle domande, se del caso previa ammissione della prova testimoniale respinta in primo grado e rinnovazione della c.t.u., con vittoria di spese.

Costituendosi, l'appellata ha chiesto il rigetto dell'appello, con vittoria di spese.

All'udienza del 7.2.2020, invitate le parti alla precisazione delle conclusioni, la causa è stata trattenuta in decisione, con assegnazione dei termini ex art. 190 c.p.c., sospesi dal 9.3 all'11.5.2020 ai sensi degli artt. 83, co. 2, d.l. 18/2020 e 36, co. 1, d.l. 23/2020.

### Motivi della decisione

Col **primo motivo** di appello, si censura l'ingiusto rigetto dell'istanza di ammissione della prova testimoniale, che il tribunale ha - secondo gli appellanti erroneamente - ritenuto contraria al disposto di cui all'articolo 2722 c.c., sebbene la prova non fosse diretta a contrastare il contenuto dei contratti, ma a renderne esplicito il significato.

L'istanza di ammissione della prova testimoniale è inammissibile, non avendo gli istanti specificamente reiterato la loro richiesta di prova orale - respinta con decreto di fissazione d'udienza del 14.1.08, confermato dal collegio con ordinanza del 18.6.08 - all'udienza di precisazione delle conclusioni del 9.2.15, nella quale si sono limitati a chiedere di rinnovare la c.t.u. o, in subordine, di invitare il consulente a chiarimenti, per il resto richiamando genericamente le precedenti difese.

Secondo un principio di diritto ripetutamente affermato dalla S.C., infatti, in tema di *nova* in appello, occorre tener distinto il regime delle istanze istruttorie da quello delle domande ed eccezioni (come del resto è reso palese della struttura dell'articolo 345 c.p.c., che separatamente disciplina



le une dalle altre), con la conseguenza che le istanze istruttorie non accolte in primo grado e reiterate con l'atto di appello, le quali non siano state specificamente riproposte in sede di precisazione delle conclusioni, devono ritenersi rinunciate, a prescindere da ogni indagine sulla volontà della parte interessata, così da esonerare il giudice del gravame dalla valutazione sulla relativa ammissione o dalla motivazione in ordine alla loro mancata ammissione (in termini, Cass.11162/19; 5741/19; 5028/18; 22709/17; 19352/17; 16866/16; 16290/16; 15875/15; 15860/14; 10748/12; 9410/11; 25157/08).

Né tale onere di riproposizione può reputarsi assolto attraverso il richiamo generico al contenuto dei precedenti atti difensivi, atteso che - secondo quanto più volte affermato dalla S.C. - *“la precisazione delle conclusioni deve avvenire in modo specifico, coerentemente con la funzione sua propria di delineare con precisione il thema sottoposto al giudice e di porre la controparte nella condizione di prendere posizione in ordine alle sole richieste - istruttorie e di merito - definitivamente proposte”* (Cass. n. 19352/17; 10748/12).

L'importanza della precisazione delle conclusioni *“sta nel fatto che, in ossequio al principio del contraddittorio, ciascuna parte ha l'esigenza di conoscere la formulazione definitiva e non più mutabile delle posizioni assunte dalle altre parti”*, sicché *“ciò che è omesso nella precisazione delle conclusioni è corretto che si intenda rinunciato, rispetto alla controparte che non avrà l'esigenza di controdedurre su quanto non espressamente richiamato, e rispetto al giudice”* (Cass. 26768/18; 16290/16, che ha reputato non assolto l'onere di reiterazione delle istanze istruttorie per aver la parte riproposto *“solo genericamente i mezzi di prova dedotti in primo grado, senza indicare di quali mezzi di prova si trattasse e dove fossero stati dedotti”*; 9410/11, cit.).

D'altro canto, come evidenziato nella citata sentenza della Cassazione n. 9410/11, l'eccezionalità della fase istruttoria nel processo di appello - come riformato nel 1990 e, ancor di più, sulla base della giurisprudenza poi recepita nella riforma attuata con la l. 18 giugno 2009, n. 69 - impone un'interpretazione “restrittiva”, anche se si tratta di istanze istruttorie già





disconoscimento delle copie dei documenti prodotti dall'appellata e che lo abbia ritenuto generico, nonostante l'analitica indicazione (a pg. 10 dell'istanza di fissazione d'udienza) dei documenti disconosciuti.

La censura è infondata.

Il disconoscimento dei documenti n.1,2,3,4,5,7 prodotti dall'appellata era tutt'altro che specifico, risolvendosi in una contestazione generica, priva della necessaria indicazione degli aspetti per i quali si assumeva che la copia differisse dall'originale.

Ed invero, secondo un principio di diritto costantemente affermato dalla Cassazione, la contestazione della conformità all'originale di un documento prodotto in copia non può avvenire con clausole di stile e generiche o onnicomprensive, ma va operata – a pena di inefficacia – in modo chiaro e circostanziato, attraverso l'indicazione specifica sia del documento che si intende contestare, sia degli aspetti per i quali si assume differisca dall'originale: diversamente, non sarà valido e non priverà la fotocopia della stessa efficacia probatoria dell'originale (Cass. n. 27633/18, che, in applicazione del principio, ha ritenuto inefficace il disconoscimento della conformità all'originale della copia fotostatica della notificazione in forma esecutiva della sentenza impugnata operato attraverso la mera contestazione della «conformità della fotocopia prodotta all'originale»; 29993/17; 4912/17; 12730/16; 7105/16; 16551/15; 9001/15; 7775/14).

Del resto, solo indicando gli specifici profili di divergenza tra copia e originale, il giudice è messo nelle condizioni di poter valutare le difformità contestate e, quindi, di accertare la conformità o meno all'originale sulla base degli elementi probatori disponibili, compresi quelli di natura presuntiva (Cass. n. 23902 del 2017).

Deve, quindi, confermarsi la statuizione del tribunale, che ha ritenuto il disconoscimento invalido e, perciò, inidoneo a privare le copie della loro efficacia probatoria.







E', infatti, l'investitore che abbisogna di conoscere e di poter all'occorrenza verificare, nel corso del rapporto, il rispetto delle modalità di esecuzione e le regole che riguardano la vigenza del contratto, che è proprio dello specifico settore del mercato finanziario.

Pertanto, dovendo il vincolo di forma intendersi non in senso strutturale, ma funzionale, avuto riguardo alla finalità propria della normativa, va escluso che la sottoscrizione da parte del delegato della banca necessiti ai fini della validità del contratto-quadro, potendo il consenso dell'intermediario risultare dai comportamenti concludenti sopra esemplificativamente indicati.

Col **quarto e quinto motivo** di appello, si censura il rigetto della domanda di risarcimento del danno, per aver il tribunale - secondo l'appellante erroneamente - dato per adempiuti gli obblighi informativi e quello di valutazione dell'adeguatezza del servizio e per eseguite le istruzioni particolari impartite dagli investitori il 15.10.2000, pur in assenza della relativa prova, anche tenuto conto della mancata ammissione della prova testimoniale e dell'ingiusto recepimento delle conclusioni del c.t.u.

La censura è infondata.

Vero che, come assume l'appellante, l'intermediario finanziario, convenuto nel giudizio di risarcimento del danno per violazione degli obblighi informativi, non è esonerato dall'obbligo di valutare l'adeguatezza dell'operazione di investimento nel caso, come quello di specie, in cui l'investitore, nel contratto quadro, si sia rifiutato di fornire le informazioni sui propri obiettivi di investimento e sulla propria propensione al rischio.

In tal caso, infatti, spetta all'intermediario comunque compiere quella valutazione, in base ai principi generali di correttezza e trasparenza, tenendo conto di tutte le notizie di cui egli sia in possesso, come, ad esempio, l'età, la professione, la presumibile propensione al rischio alla luce delle operazioni pregresse e abituali (Cass. 5250/16).





Tuttavia, di tale principio ha mostrato di fare esatta applicazione il tribunale, il quale, oltre a richiamarlo espressamente, ha in concreto verificato, sulla base di una serie di elementi presuntivi, che, a prescindere dal rifiuto degli investitori di fornire informazioni (v. scheda di rilevazione della situazione finanziaria, della propensione al rischio e degli obiettivi di investimento del 30.12.98), il profilo di rischio di costoro era stato correttamente valutato e la gestione prescelta era in linea con tale profilo.

In particolare, il primo giudice ha giustamente considerato che, al momento di concludere il contratto quadro del 30.12.98, gli appellanti risultavano titolari di un consistente patrimonio finanziario di circa cinque miliardi di lire, investito in titoli di Stato italiani aventi diverse scadenze e con vita residua sino a otto anni, escludendo, quindi, che potessero essere qualificati come “piccoli investitori sprovveduti”, privi cioè anche della minima consapevolezza finanziaria, tenuto conto che investimenti a medio-lungo termine denotano una certa propensione al rischio, ancorché non elevata: *“la maggior vita residua di un’obbligazione accresce sensibilmente sia il cd. rischio di tasso, ossia il rischio di variazioni del prezzo del titolo dovute alle variazioni dei tassi di mercato, sia il cd. rischio di credito, ossia il rischio di insolvenza dell’emittente alla scadenza”* (v. pg. 29 relazione del 23.11.09 del c.t.u. prof. Anna Lucia Muserra).

Non solo.

Alla stessa data, i signori ██████████ ██████████ avevano sottoscritto un altro contratto di investimento, del quale non si controverte, in base al quale avevano destinato il 20% del proprio patrimonio, ossia un miliardo di lire, ad una gestione denominata “linea azionaria internazionale”, caratterizzata da un profilo di rischio “alto”.

Ebbene, sulla scorta di queste informazioni, correttamente l’intermediario ha classificato il profilo di rischio degli appellanti - in una scala di cinque valori (basso - medio basso - medio - medio alto - alto) - come “**medio basso**”, e non invece “pari o prossimo allo zero”, come da essi ritenuto più corretto.



Un profilo di rischio pari a zero sarebbe, infatti, stato incompatibile sia con una pregressa esperienza di investimenti di indubbia consistenza economica a medio-termine sia con la scelta di investire parte del patrimonio in una linea (azionaria, quindi) ad alto rischio.

Ed invero, come ben chiarisce il c.t.u., prendendo posizione su una specifica censura del c.t. di parte appellante, la rischiosità di un titolo obbligazionario non può prescindere dalla sua durata, che - come già detto - influenza tanto il “rischio di tasso” quanto il “rischio di credito”: è piuttosto evidente che una previsione ad otto anni sulla variabilità dei tassi o sulla solvibilità dell'emittente sia meno attendibile di una previsione ad un anno.

Trattandosi, quindi, di un parametro fondamentale nella stima del profilo di rischio complessivo, dello stesso non può non tenersi conto senza falsare la valutazione finale, che - nel caso di specie - porta inevitabilmente ad innalzare il livello di rischio di un gradino rispetto a quello (basso) nel quale gli appellanti pretendono di collocarsi, peraltro facendo leva esclusivamente sul giudizio di rating attribuito ai titoli di Stato italiani dal 1995 al 2004, che però - come rileva il c.t.u. (senza che questa sua osservazione venga contestata) - si basa sul solo “rischio di credito”, non anche su quello di tasso (v. pg. 2 chiarimenti c.t.u.).

Deve, perciò, condividersi la conclusione del c.t.u., giustamente seguita dal tribunale, secondo cui la linea di investimento (“*obbligazionaria internazionale*”) scelta il 30.12.98, “*alla luce del suo basso grado di rischio<sup>1</sup>, poteva ritenersi senz'altro adeguata al profilo di rischio degli attori*” (v. pg. 30 relazione c.t.u.).

Identica valutazione di adeguatezza può compiersi con riguardo alla modifica della linea di gestione sottoscritta il **12.1.2000**, da “*obbligazionaria internazionale*” a “*globale internazionale bilanciata*” (caratterizzata da un grado di rischio “medio-alto”), tenuto conto che, a quella data, i signori ██████████ - ██████████ avevano investito un miliardo di lire in una “linea azionaria internazionale” ad alto rischio, estinta dopo un

---

<sup>1</sup> Sulla natura di investimento con “grado di rischio basso” v. foglio n. 2 del contratto del 30.12.98.



anno per confluire nel rapporto principale (v. contratto di gestione patrimoniale n. 78380), ed inoltre sottoscritto, in aggiunta alle due gestioni patrimoniali del 1998, quote di fondi comuni di investimento di tipo sia azionario che obbligazionario per un valore di circa €850.000,00, di cui €207.000,00 in un fondo caratterizzato da un profilo di rischio “alto” con orizzonte temporale di 8-10 anni.

L’innalzamento del livello di rischio sotteso alla nuova linea di investimento (divenuto “medio-alto) risulta, dunque, coerente con l’evoluzione della propensione al rischio degli appellanti e con la più articolata esperienza finanziaria da essi intanto maturata, attraverso i rapporti di gestione patrimoniale del 1998 e gli investimenti in fondi comuni del 22.12.99 e del 28.12.99, quanto meno in termini di maggior conoscenza del funzionamento di strumenti finanziari diversi da quelli oggetto di precedenti investimenti (titoli di Stato): *“effettuare un investimento in titoli azionari e assimilabili, e mantenerlo per un anno, porta l’investitore a farsi edotto del funzionamento di questo prodotto o perlomeno a renderlo consapevole del fatto che si tratta di uno strumento ad elevata variabilità nel prezzo; si può peraltro ritenere che l’intervallo di un anno rappresenti un lasso temporale sufficiente per cogliere la predetta caratteristica tipica, considerato che i trends secondari di mercato generalmente durano 2-3 mesi”*.

In definitiva, gli investimenti effettuati dagli appellanti nel biennio dal 1998 al 2000, caratterizzati da rischiosità anche elevata e diretti verso strumenti finanziari diversi dai titoli di Stato, sui quali si erano invece concentrati gli investimenti pregressi, li avevano portati verso un accresciuto grado di consapevolezza finanziaria e di propensione al rischio, assolutamente adeguato alla nuova linea di gestione patrimoniale scelta a gennaio 2000 (v. pg. 30-31 relazione ctu).

Né può condividersi l’obiezione secondo cui gli investimenti azionari riguardavano importi contenuti (€700.000,00) rispetto a quelli oggetto di più sicuri investimenti ed avevano durata più limitata (un anno), a dire degli appellanti insufficiente a renderli edotti della forte variabilità di questo tipo di investimenti.



Ed invero, a parte il fatto che una quota pari al 21% del patrimonio complessivo (€700.000,00 su €3.400.000,00) è tutt'altro che "contenuta", un investimento azionario di tal misura non può considerarsi irrilevante, come evidenziato da questo esempio: *"Un patrimonio di 1.000 viene investito per il 79% (ossia 790) in obbligazioni a basso rischio e per 21% (ossia 210) in azioni. A fine anno l'investitore realizza un rendimento netto del 3% sul comparto obbligazionario ed una perdita del 10% su quello azionario. Il risultato finale sarà:  $(790 \times 0,03) + (210 \times -0,10) = +2,7$  ossia un rendimento positivo dello 0,27%. Come si può notare, è stata sufficiente una perdita del 10% sulle azioni (che per inciso non è affatto esagerata) per neutralizzare i profitti del più ampio comparto obbligazionario"* (v. pg. 3 relazione a chiarimenti).

Pertanto, contrariamente a quanto sostenuto degli appellanti, un investimento azionario per una quota pari al 21% del patrimonio disponibile aveva certamente un'influenza non trascurabile sulla gestione complessiva e doveva, quindi, contribuire a delineare il profilo di rischio degli investitori.

Inoltre, che la durata di un anno per un investimento azionario non sia sufficiente a rendere l'investitore consapevole del diverso funzionamento delle azioni rispetto ai titoli di Stato resta una mera affermazione di parte, priva di riscontro ed agevolmente confutabile considerando che *"i trend secondari (ndr di breve termine) di mercato hanno una durata media di 2-3 mesi, per cui in quell'anno di tempo gli attori avrebbero potuto assistere ad almeno tre fasi di rialzo e successivo ribasso dei corsi azionari"* (v. pg. 3 relazione a chiarimenti).

Merita altresì conferma la statuizione relativa alla corretta esecuzione delle istruzioni particolari impartite dagli appellanti (ex art. 24, co. 1, lett. b, TUF) il 15.10.2000, con cui, "ferme e salve tutte le altre previsioni contrattuali", fu introdotto un nuovo benchmark, corrispondente all'Euribor + due punti percentuali, e si consentì l'aumento anche in via duratura del 50% dei limiti massimi di investimento.

Non è, infatti, condivisibile, in quanto priva di fondamento, la tesi dell'appellante secondo cui, per effetto della modifica del benchmark (da







“globale internazionale bilanciata” disposta con contratto del 12.1.00 - caratterizzata da rischio “medio alto”.

Non è, invece, ragionevole sostenere - come fanno gli appellanti - che un benchmark di tal tipo fosse coerente con una gestione di tipo “conservativo”, rivolta verso strumenti privi di rischio di perdite e con rendimenti certi e costanti nel tempo.

A parte il fatto che l'esistenza di strumenti finanziari privi di rischio di perdite e con andamento sempre positivo non può affermarsi in assoluto, ma solo in termini probabilistici (*“nel senso che vi sono tipologie di investimenti che statisticamente hanno elevate probabilità di non generare perdite”*), va innanzitutto rimarcato che, nel caso di specie, il riferimento non è l'Euribor, ma l'Euribor maggiorato di 2 punti percentuali, e che questo veniva preso in considerazione non come tasso di interesse, bensì come indicatore di una performance, cioè come tasso di rendimento.

Ebbene, un benchmark come quello in esame non poteva certo rappresentare il parametro di riferimento di una gestione in strumenti di liquidità e, quindi, con un profilo di rischio basso, essendo *“impossibile reperire strumenti con basso livello di rischio e rendite certe, aventi anche performance superiori di due punti percentuali a quelle degli strumenti che tipicamente hanno tali caratteristiche di rischio e rendimento”* (v. pg. 43 relazione c.t.u.).

Né del resto gli appellanti, nel sostenere che il nuovo benchmark imponesse all'intermediario di mutare l'asset allocation del portafoglio orientandolo verso strumenti finanziari a reddito fisso e basso rischio, sono stati in grado di documentare l'esistenza di titoli “sicuri” ed allo stesso tempo aventi un rendimento conforme all'indicazione del benchmark, essendo pacifico che i titoli governativi italiani avessero all'epoca un rendimento prossimo al 5%<sup>2</sup>.

---

<sup>2</sup> Né vale a sconfiggere tale conclusione il fatto, allegato per la prima volta in memoria di replica, che BTP emessi nel 1997 avessero un rendimento prossimo a quello espresso dal benchmark, essendo diverso il periodo da prendere a riferimento (ottobre 2000).



Per la stessa ragione, deve escludersi che il nuovo benchmark vincolasse l'intermediario a variare la composizione del portafoglio dei clienti con immediato disimpegno dal comparto azionario, stante il divario tra benchmark e strumenti di liquidità, essendo, invece, vero il contrario e cioè che l'indicazione di un tale parametro *“non poteva che tradursi nella scelta di incrementare i titoli appartenenti al comparto obbligazionario”* (v. pg. 44 relazione di c.t.u.).

Si consideri, infatti, per esempio, che, ad ottobre del 2000, il valore dell'Euribor a 6 mesi si attestava sul 5% ed i BOT con scadenza ad un anno emessi alla stessa data avevano un rendimento lordo del 5,10%, mentre un rendimento del 7%, pari cioè al valore dell'Euribor +2%, avrebbero potuto offrirlo solo obbligazioni emesse da emittenti aventi rating basso o totalmente privi di rating (v. pg. 44 relazione di c.t.u.).

Pertanto, diversamente da quanto affermato dagli appellanti, un benchmark ancorato al tasso Euribor maggiorato di due punti era pienamente compatibile con *“una composizione di portafoglio mista e, quindi, con la presenza di una certa percentuale di titoli azionari che, a fronte di un livello di rischio maggiore, offrivano potenzialmente rendimenti più elevati anche di quelli offerti dalle obbligazioni”*.

Va, quindi, escluso che l'appellata si sia discostata dalle istruzioni impartite con la comunicazione del 15.10.2000, avendo attuato investimenti adeguati ed in linea con il rischio e con le caratteristiche propri della gestione patrimoniale pattuita.

Col **sesto motivo** di appello, si censura l'omessa pronuncia sulla domanda di risarcimento del danno da inadempimento del mandato, per essere il rendimento effettivo della gestione stato inferiore al benchmark convenuto.

La censura è infondata, non sussistendo il dedotto vizio di omessa pronuncia.

Il tribunale, una volta accertato che la gestione patrimoniale si era mantenuta fedele alle sue caratteristiche, ed in special modo entro la







2. condanna gli appellanti, in solido, a rifondere all'appellata le spese del giudizio di appello, liquidate in €13.560,00, oltre rimborso spese generali, iva e cpa come per legge.

Ai sensi del Decreto del Presidente della Repubblica n. 115 del 2002, articolo 13, comma 1 quater, si dà atto della sussistenza dei presupposti per il versamento da parte degli appellanti dell'ulteriore importo a titolo di contributo unificato pari a quello dovuto per l'appello a norma del comma 1 bis dello stesso articolo.

Così deciso, nella camera di consiglio del 3 luglio 2020.

Il Consigliere estensore

Carmela Romano

Il presidente

Egiziano di Leo

