

definito i propri impieghi con una serie di acquisti di titoli bancari per complessivi € 29 milioni (l'elenco completo è riportato, ad esempio, a pag. 11 della memoria attorea 183/VI n. 1 depositata il 19.5.2010);

- tutti i titoli rientravano nella lista dei titoli a basso rischio/rendimento elaborata nell'ambito del progetto gestito dal ;
- né l'intermediaria né il avevano avvertito dell'aggravamento del livello di rischio dell'investimento in titoli Lehman, già evidente nell'estate 2007 ma al più tardi a marzo 2008: il titolo non era stato espunto dalla lista neppure alla vigilia del default ed aveva infine perso pressoché integralmente il proprio investimento a seguito dell'accesso alla procedura di insolvenza del 15.9.2008.

ha quindi domandato in solido la condanna di tutti gli istituti convenuti al risarcimento del danno, indicato in € 6 milioni: tutte le convenute contestano l'iniziativa attorea, sia per l'impostazione in diritto che per i presupposti di fatto.

Il Consorzio , la lista di titoli a basso rischio/rendimento ed il contesto in cui si colloca l'investimento Lehman di

La nascita del va prima di tutto collocato nella storia: nasce infatti successivamente ai gravi default che colpiscono (con dizione sintetica) i c.d. bond argentini, Cirio e Parmalat, travolgendo – quanto meno per il mercato degli investimenti italiani – significative quantità di impieghi di investitori privati. Il sorge con il proposito di gestire un insieme di regole funzionali ad un mercato finanziario retail “efficiente e competitivo” e di promuovere iniziative volte a sviluppare un rapporto positivo tra banche e clienti, “anche attraverso piani di informazione ed educazione finanziaria della collettività, con speciale attenzione alle esigenze informative dei consumatori” (visura sub doc. n. 12 attoreo). Come si legge nell'opuscolo di presentazione dell'iniziativa, è un grande progetto di cambiamento dei rapporti tra banche e clienti con un obiettivo preciso: fornire strumenti concreti per capire di più e scegliere meglio i prodotti finanziari ... è la prima volta che tutte le banche lanciano un progetto così ampio ed impegnativo” (doc. n. 1 attoreo; si veda anche il doc. n. 13 attoreo).

La prima iniziativa assunta da “sul risparmio” è proprio l' “elenco delle obbligazioni a basso rischio e a basso rendimento” (pag. 3 doc. n. 1 attoreo), ovvero “una lista di titoli di Stato e di obbligazioni a basso rischio selezionati con criteri oggettivi tra le migliaia di titoli esistenti nei principali paesi del mondo” (doc. n. 1, pag. 13), per semplificare le scelte del risparmiatore che vuole investire in titoli semplici e poco rischiosi (doc. n. 1, pag. 12).

La guida pratica spiega poi che nell'elenco vengono inseriti solo i titoli che presentino determinate caratteristiche (pag. 16-19), ovvero quelli con rating “almeno pari ad A-” (rischio di

mancato rimborso) e “rischio di riduzione di valore inferiore all’1% su base settimanale” (rischio di perdita di valore misurato dal VaR). La stessa guida spiega cosa accade in caso di modifica dei parametri esposti: “se il titolo passa direttamente dall’area del basso rischio a un livello di rischio significativo, verrai informato entro due giorni” dalla banca intermediaria (pag. 25) ed il titolo uscirà dall’elenco, che viene “aggiornato quotidianamente per verificare se un titolo ha perso anche uno solo dei requisiti fondamentali” (pag. 23); se invece “l’aumento del rischio che causa l’uscita dall’elenco è modesto, sarai informato al primo estratto conto successivo o comunicazione periodica della tua banca” (pag. 25). Chi predispose l’elenco? “Oltre alle banche che aderiscono all’iniziativa” (tutte le maggiori banche italiane e complessivamente circa il 90% del settore bancario: pag. 3), “un ruolo importante è ricoperto da: gli enti di certificazione (...), le agenzie di rating, una società per l’analisi del VaR, una società che gestisce il processo di elaborazione, i fornitori dei dati da tutti i mercati del mondo” (pag. 27).

formula una “profilatura” di _____ a gennaio 2006, concludendo per un’esperienza in materia di investimenti “molto alta”, un orizzonte temporale di investimento di “breve periodo” ed una propensione al rischio “media” (doc. n. 4 attoreo); le parti concludono quindi un contratto di deposito titoli a custodia ed un contratto di negoziazione ordini in data 12.1.2006 (doc. n. 6), a fronte di una “profilatura” definitiva diversa quanto a propensione al rischio, che viene individuata come “basso rischio”: l’obiettivo di investimento è di “preservare il valore del capitale investito mediante investimenti a basso rischio” (doc. n. 7).

Nell’agosto successivo la società viene nuovamente sottoposta al questionario per verificare le caratteristiche dell’investitore: confermata l’esperienza “alta”, ne emerge l’accettazione di un “basso rischio” nel medio periodo e di un “moderato rischio” nel breve periodo e l’obiettivo di investimento di una contenuta rivalutazione del capitale (doc. n. 5 attoreo); il 25.8.2006 le parti concludono un nuovo contratto di deposito titoli (doc. n. 8).

Lo stesso 25.8.2006 _____ conferisce il primo ordine di acquisto di titoli Lehman Bros FRN 2012, emessi da Lehman Brothers Holding inc. per un valore nominale di € 3 milioni: nella parte dell’ordine riservato all’indicazione di specifiche clausole, l’investitore dichiara di essere informato dell’esistenza dell’elenco delle obbligazioni a basso rischio/rendimento redatto nell’ambito del progetto _____ e delle sue finalità, di essere a conoscenza del fatto che il titolo in esame fa parte dell’elenco, del fatto che “in base agli andamenti di mercato il titolo potrà uscire dall’elenco” e del fatto che “il cliente sarà tempestivamente informato se il titolo subisce una variazione significativa del livello di rischio” (doc. n. 9).

Il successivo 17.11.2006 _____ formula identico ordine per lo stesso importo; ancora una volta l’investitore dichiara di essere informato dell’esistenza dell’elenco dei titoli _____ e delle sue

finalità, aggiungendo: “sono stato informato che al momento dell’ordine era impossibile consultare tale elenco” (doc. n. 9).

La comunicazione formale di ricorso alla procedura di cui al Chapter 11 per la capogruppo Lehman Brothers Holding inc. giunge ad _____ in data 3.10.2008 (doc. n. 10)

Il 4.11.2008 _____ comunica ad _____ che anche i titoli Morgan Stanley ed Unicredit sono stati esclusi dall’elenco _____ (doc. n. 19): anche questi titoli erano stati acquistati nell’ambito del più articolato impiego di novembre 2006, come si desume chiaramente dalla situazione deposito titoli al 30 novembre 2006 (doc. n. 4 _____), ove entrambi vengono menzionati tra gli acquisti risalenti al 22 novembre 2006, ovvero contestuali all’acquisto della seconda tranches di titoli Lehman.

La responsabilità di

La questione principale della causa è la configurabilità o meno di una responsabilità di _____ a fronte delle censure mosse dall’attrice: ovvero l’aumentato livello di rischio in capo al titolo Lehman in questione e l’omessa esclusione dell’obbligazione dalla lista dei titoli a basso rischio e rendimento.

Sarebbe del resto ultroneo affrontare le complesse problematiche connesse all’accertamento peritale in ordine alla configurabilità o meno del denunciato aggravamento del rischio se a monte non potesse affermarsi neppure astrattamente la responsabilità del consorzio a fronte della condotta come denunciata da parte attrice: il consorzio – oltre a negare in fatto l’aggravamento del rischio - nega infatti sia configurabile in diritto la stessa propria responsabilità.

Ritiene il Tribunale che le dichiarazioni rese dall’ente sia in sede di indicazione del proprio oggetto sociale (citato doc. n. 12 attoreo) sia soprattutto con specifico riferimento al progetto dell’elenco delle obbligazioni a basso rischio e rendimento (citato doc. n. 1 attoreo) siano tali da generare un’obbligazione in capo al consorzio medesimo: se _____ afferma che “l’elenco viene aggiornato quotidianamente per verificare se un titolo ha perso anche solo uno dei requisiti fondamentali” (pag. 23 opuscolo), il consorzio si assume l’obbligo di aggiornare l’elenco quotidianamente e di rendere edotti gli investitori di eventuali modifiche all’elenco secondo lo schema descritto alla successiva pag. 25 (aumento del rischio modesta: comunicazione nell’estratto conto successivo; aumento del rischio rilevante: comunicazione entro 2 giorni).

Si configura infatti una promessa effettuata dal consorzio alla comunità degli investitori che scelgano per i propri impieghi titoli inseriti nel citato elenco espressamente richiamato in ciascun ordine di investimento; si configura quindi l’assunzione di un impegno continuativo durante l’investimento in termini di informazione ed in termini di condotta specifica (aggiornamento dell’elenco ed avviso agli investitori se aumenti il rischio) che, ai sensi dell’art. 1989 c.c., è rivolta a persone indeterminate che vengano a trovarsi nella specifica situazione descritta nella promessa medesima: ovvero – si ribadisce -

l'averne impiegato i propri denari in titoli inseriti nell'elenco dei titoli a basso rischio e rendimento. L'assunzione dell'obbligo in capo al [redacted] quindi prescinde dall'adesione dei singoli beneficiari della promessa (gli investitori), che concludono l'unico contratto bilaterale configurabile nella fattispecie concreta con la banca intermediaria.

Vale a questo punto precisare che ad avviso del Tribunale l'obbligo appena descritto è stato assunto da [redacted] anche per il secondo ordine del 17.11.2006; il fatto che casualmente al momento del conferimento dell'ordine non fosse consultabile l'elenco delle obbligazioni a basso rischio ed a basso rendimento non esime infatti il [redacted] dall'eventuale responsabilità, atteso che pacificamente quel titolo era inserito nella lista al momento dell'investimento ed [redacted] ha espressamente dichiarato di essere informato dell'esistenza dell'elenco dei titoli [redacted] e delle sue finalità (citato doc. n. 9), informazione che peraltro gli veniva dal precedente analogo investimento di soli tre mesi prima. Al riguardo si dirà ulteriormente in punto "nesso di causalità".

Si tratta a questo punto di verificare se vi sia stata da parte del [redacted] una violazione all'obbligo assunto con la propria promessa.

La configurabilità di un inadempimento in capo al Consorzio

Giova a questo punto verificare lo specifico obbligo che il consorzio si era assunto con il descritto progetto.

A pag. 6 l'opuscolo di [redacted] (doc. n. 1 attoreo) spiega che il rendimento di un investimento è condizionato anche dal fatto che "il prezzo del titolo sul mercato può salire o scendere e quindi se lo vendi prima della scadenza puoi avere un guadagno o una perdita"; prosegue a pag. 7 chiarendo che "se tieni il titolo fino alla scadenza, puoi non preoccuparti delle oscillazioni dei prezzi sul mercato. A scadenza otterrai il tuo capitale; se invece c'è la possibilità che tu venda il tuo titolo prima della scadenza, è importante sapere quanto può oscillare il suo prezzo, perché il capitale che otterrai sarà dato dal prezzo al quale venderai il titolo": quindi se l'investimento "devo venderlo prima della scadenza devo considerare il rischio di oscillazione del prezzo (il cosiddetto rischio di mercato)" (pag. 8). Prosegue poi spiegando il rischio di mancato rimborso ed il rating: che non è però direttamente connesso agli argomenti in contestazione nel presente giudizio.

Premessa la descrizione dei due tipi di rischio (rischio di mercato e rischio di mancato rimborso o rischio di credito), l'opuscolo prosegue spiegando che l'elenco contiene una serie di obbligazioni "a basso rischio di perdita" (pag. 14), distinguendo il rilevamento del "rischio di mancato rimborso", misurato col rating, ed il "rischio di una perdita di valore del titolo sul mercato finanziario (e dunque di una perdita per il risparmiatore se vende il titolo prima della scadenza) chiamato "Valore a Rischio" o VaR" (pag. 16). La soglia prescelta per il rating è "almeno pari ad A-" (pag. 18), mentre con riferimento al rischio di oscillazione di prezzo si precisa che "l'Elenco comprende solo i titoli che nel

tempo hanno mostrato oscillazioni di prezzo molto contenute; il metodo scelto è il VaR, lo stesso utilizzato dagli operatori professionali su tutti i mercati. In pratica, sono inclusi nell'Elenco solo i titoli che presentano il rischio di una riduzione di valore inferiore all'1% su base settimanale. In definitiva, nell'Elenco sono inclusi solo i titoli di emittenti affidabili che hanno mostrato in passato una significativa stabilità dei prezzi" (pag. 19).

Questo lungo excursus è funzionale all'individuazione dell'esatto perimetro dell'obbligo assunto dal consorzio. Ritiene invero il Tribunale che le articolate (per quanto divulgative) precisazioni esposte nell'opuscolo conducano a delineare in capo al [redacted] il ruolo di garante nei confronti degli investitori del valore dell'investimento sotto due distinti profili: non solo garanzia dal mancato rimborso del titolo alla scadenza (quindi garanzia resa assicurando il mantenimento nell'elenco di soli titoli con rating almeno A-) ma anche garanzia dal rischio di riduzione di valore dell'investimento per la specifica ipotesi in cui l'investitore intenda vendere i propri titoli prima della scadenza (basta coordinare il contenuto delle pagine 7 e seguenti con la pagina 16 dell'opuscolo). Ed infatti nella conclusiva descrizione delle caratteristiche irrinunciabili dei titoli inseriti in elenco si legge, tra le altre peculiarità: iii) "bassa variabilità del proprio prezzo di mercato", iv) "rating elevato attribuito dalle Agenzie di rating" (pag. 17).

Si è già detto che nella presente causa non si discute del rating dei titoli acquistati da [redacted], che pacificamente non hanno mai superato la soglia di rischio di A-; si discute però dell'altra soglia di rischio individuata dallo stesso, ovvero il rischio di perdita di valore, sostenendo [redacted] che la soglia dell'1% settimanale (pag. 19 opuscolo) sarebbe stata ampiamente superata (in particolare nell'estate 2007 e primavera 2008) senza che il titolo sia mai stato escluso dall'elenco e negando tutte le parti convenute detta circostanza.

In particolare [redacted] in tutto il giudizio, nel contestare le doglianze attoree in ordine al preteso alto valore raggiunto dal VaR, non ha mai precisato a quanto ammontasse il VaR a marzo 2008 o settembre 2008 (ovvero al verificarsi del default) secondo le proprie misurazioni o secondo quanto le fosse stato riferito da JP Morgan o da Banca d'Italia: e ciò nonostante gli sia stato contestato, sia un dato pacifico e sia rimasto non spiegato come mai il titolo acquistato da [redacted] non sia mai stato espulso dalla lista ad aprile 2008, mentre invece era stata esclusa – tra gli altri titoli – una diversa emissione Lehman. Quindi non si sa neppure se fosse stato comunicato al consorzio un VaR superiore all'1%, ma questo sia rimasto inerte oppure se non gli sia stato comunicato per il titolo in esame alcun eccessivo innalzamento nell'indicatore di rischio. (Al riguardo l'osservazione per cui "secondo i criteri individuati dall'iniziativa [redacted], in linea con gli standard di mercato dell'epoca, alcuni titoli erano da eliminare dalla lista ed altri no" - pag. 23 osservazioni [redacted], all. n. 2 alla ctu - configura una mera petizione di principio, che non fornisce alcun chiarimento sulla circostanza indicata).

Il consorzio quindi non ha fornito una propria (specifica deduzione né) dimostrazione in ordine al fatto che il VaR sia sempre rimasto al di sotto della soglia dell'1%: ritiene il Tribunale che da tale circostanza già debba desumersi l'inadempimento del consorzio.

È infatti ormai ampiamente consolidato l'orientamento in tema di onere della prova per cui "in tema di prova dell'inadempimento di una obbligazione, il creditore che agisca per la risoluzione contrattuale, per il risarcimento del danno o per l'adempimento deve provare la fonte (negoziale o legale) del suo diritto ed il relativo termine di scadenza, limitandosi poi ad allegare la circostanza dell'inadempimento della controparte, mentre al debitore convenuto spetta la prova del fatto estintivo dell'altrui pretesa, costituito dall'avvenuto adempimento" (da ultimo Cass. n. 826/2015): ove l'obbligazione è evidentemente non solo quella che scaturisce da contratto, ma anche quella unilateralmente e spontaneamente assunta da un soggetto ai sensi dell'art. 1989 c.c.

Ebbene, nel caso in esame, è il creditore che denuncia l'inadempimento in maniera ampiamente specifica – e fornisce anche una sua "prova" della circostanza dedotta – e è il debitore convenuto che avrebbe dovuto provare l'adempimento; con la conseguenza che il non pieno raggiungimento della prova è circostanza che ribalta le sue conseguenze sul debitore convenuto e non sull'attore: nel senso che se non vi è piena prova del fatto che il VaR sia sempre rimasto al di sotto della soglia dell'1% deve inevitabilmente concludersi per l'inadempimento di

Nonostante le valutazioni che precedono, considerata la complessità delle questioni oggetto di decisione e l'importanza ai fini della decisione della collocazione temporale del dedotto inadempimento, è stata disposta una consulenza tecnica al fine di misurare il VaR nel periodo anteriore al default del titolo Lehman in esame.

Gli esiti della CTU

La ctu, affidata al prof. Marino Grasselli ed al dott. Michele Pivotti, finalizzata a verificare se effettivamente sia stata o meno superata la soglia dell'1% del VaR, come sostiene , ed eventualmente quando, è stata depositata in data 9.5.2012 ed a fronte delle contestazioni mosse dalle parti convenute (sia allegata all'elaborato che depositate in udienza) sono stati resi in giudizio ulteriori chiarimenti.

La verifica del VaR è stata condotta secondo il metodo RiskMetrics e la conclusione peritale è stata che in data 4.4.2008, dopo violente fluttuazioni di prezzo dei giorni precedenti "il VaR raggiunge un valore superiore al 25%", per poi scendere gradualmente e infine di nuovo salire fino all'epoca del default in cui raggiunge ancora valori vicini al 20%" (pag. 31 perizia).

I ctp di tutte le parti ed in particolare il professionista che assiste [redacted] hanno fortemente contestato queste conclusioni, sostenendo che il metodo applicato dai ctu per ottenere il risultato esposto non sarebbe conforme al c.d. metodo RiskMetrics.

Preme al Tribunale una prima osservazione: RiskMetrics nel caso di specie rileva come metodo di calcolo del VaR e non come “soggetto” che offra il proprio calcolo del VaR. Nel senso che la responsabilità di [redacted] 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 [redacted] 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 [redacted], 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: lo stesso rileva in questa sede come attendibile metodo di calcolo in quanto le parti non hanno contestato ed i ctu hanno confermato che si tratta di uno dei più diffusi ed attendibili metodi noti per la misurazione del VaR.

[redacted] quindi erroneamente afferma che la propria funzione era solo quella di “fornire al risparmiatore un bagaglio minimo di informazioni, elaborate da terzi soggetti” (comparsa conclusionale), giacché al contrario l’impegno assunto nei confronti degli investitori era di “comunicare” l’aggravamento di rischio: come o per mezzo di chi lo andasse a misurare era sua scelta. L’obbligo di assumere informazioni al riguardo, del resto, non gli derivava certo dalla legge, ma direttamente dall’impegno assunto nei confronti degli investitori aderenti al Progetto [redacted]. In ogni caso – si ribadisce - non ha in alcun modo dimostrato, violando così il suo onere probatorio, che il VaR rilevato da terzi soggetti sia stato sempre al di sotto della soglia dell’1%: ed in particolar modo che lo sia stato nel periodo di marzo-aprile 2008 così contestato da [redacted].

Venendo quindi all’analisi condotta dai ctu, la stessa parte da una considerazione tratta dal manuale tecnico Riskmetrics del 2001: “ogni parametro che fluttua nella formula che genera il prezzo di un titolo si può considerare come un fattore di rischio”: in particolare, oltre a prezzi azionari, tassi di cambio, prezzi commodities e tassi di interesse, anche “la volatilità implicita e gli spread di credito” (pag. 24 perizia).

Con riferimento allo spread implicito o spread di credito – che configura “il tasso fisso che bisogna aggiungere alle cedole indicizzate alla proiezione del tasso euribor per essere coerenti con il prezzo quotato”: pag. 21 perizia – i periti osservano che tale elemento, che al momento dell’emissione del

titolo è prossimo allo spread contrattuale, col modificarsi delle aspettative di insolvenza da parte degli operatori del mercato, può divergere anche notevolmente rispetto a quello contrattuale: in pratica, mentre la fluttuazione della curva dei tassi non risulta direttamente correlata con le variazioni di prezzo, “fluttuazioni elevate dello spread implicito riflettono un’elevata volatilità del prezzo dell’obbligazione” (pag. 21 perizia). Attraverso appositi grafici, cui si fa espresso rinvio, i periti sono pertanto giunti alla conclusione che lo spread implicito costituisce il fattore principale nello spiegare le variazioni di prezzo, giacché il prezzo dell’obbligazione è molto sensibile alle sue fluttuazioni, molto di più di quanto sia sensibile alla fluttuazione della struttura dei tassi di interesse (pag. 27 e pag. 28 perizia). Ora, affermare che lo spread implicito spiega le variazioni di prezzo significa affermare che è indice del rischio rappresentato dalle fluttuazioni del prezzo del titolo e quindi del VaR del titolo stesso, nella cui misurazione deve pertanto essere valorizzato.

Proprio la valorizzazione del citato spread implicito conduce alla misurazione del VaR alla data del 4.4.2008 del 25% (pag. 31 perizia): ne consegue che non ha adempiuto all’obbligo assunto, di delistare il titolo nel momento in cui risultava ampiamente superata la soglia del VaR all’1%: si configura pertanto il denunciato inadempimento.

Le contestazioni alla CTU e la loro inidoneità a modificare la conclusione esposta in ordine all’inadempimento di

I consulenti di parte che assistono le convenute hanno mosso aspre critiche all’iter seguito dai ctu ed in particolare alla scelta di valorizzare quale elemento dirimente nella misurazione del VaR il c.d. spread implicito.

1) Partendo dalle critiche preliminari, ritiene il Tribunale che la contestazione avente ad oggetto il richiamo al manuale RiskMetrics del 1996 rispetto al manuale del 2001 sia priva di sostanziale contenuto: nel senso che il richiamo al manuale del 2001 è in perizia testuale e, una volta che sia stato garantito tra le parti il pieno contraddittorio, anche alla luce delle osservazioni alla perizia depositata in causa, non è ben chiaro per quale ragione i ctu avrebbero dovuto utilizzare esclusivamente per le loro valutazioni un manuale di dieci anni anteriore rispetto alla data dell’investimento e dodici anni anteriore rispetto al fatto contestato, invece che utilizzare la versione più recente disponibile del medesimo manuale. Ci si sarebbe aspettati sul punto contestazioni di merito in ordine alle differenze sui due manuali, invece le contestazioni delle convenute sono tutte esclusivamente imperniate su di un preteso vizio nel contraddittorio, tale da derivarne addirittura la nullità della perizia, che invece è senz’altro salvo nel momento in cui tutte le parti siano state messe in condizione di dedurre su ogni aspetto della perizia (lo stesso consorzio, del resto, dopo aver invocato in causa la nullità della perizia, riporta anche in conclusionale le parole del proprio ctp, per cui vi sarebbe differenza tra i due manuali).

Ancora, pare al Tribunale che il richiamo allo spread implicito contenuto nella perizia o è corretto o non è corretto: affermare che si tratta di una tesi “di parte”, che i ctu hanno voluto affermare per avallare la difesa attorea è polemica fine a sé stessa, peraltro smentita da quanto si dirà al successivo punto 2): nel senso che, se – come si vedrà - il VaR risulta superare la soglia dell’1% anche senza richiamo allo spread implicito, pare doversene desumere che i ctu abbiano esposto la propria tesi in quanto convinti della sua bontà, giacché la contestazione attorea (seppure con un VaR nettamente inferiore) risulta confermata anche senza richiamo allo spread implicito.

Venendo quindi alle singole contestazioni delle parti convenute, ritiene il tribunale che le osservazioni di [redacted] ed [redacted] non valgono a confutare l’iter argomentativo e le conclusioni cui sono giunti i ctu.

Con riferimento alle osservazioni tecniche mosse da [redacted] (all. 4 perizia), il fatto che i ctu abbiano applicato un metodo diverso da RiskMetrics è mera deduzione di parte: la questione è piuttosto se il ragionamento scientifico applicato sia conforme agli insegnamenti RiskMetrics, ma i periti non hanno affermato di applicare un metodo scientifico diverso.

Va poi osservato come non sia in discussione il fatto che il VaR attenga alla misurazione del solo rischio di mercato e che non sia idoneo a rilevare il rischio default: la circostanza è stata del resto chiarita nelle prime considerazioni di questa decisione, essendosi sottolineato che, avendo promesso di verificare non solo il rischio default ma anche il rischio mercato dei titoli inseriti nella “propria” lista, in causa era venuta in discussione la violazione al secondo obbligo e non al primo.

La medesima considerazione vale quale replica alle osservazioni di [redacted], laddove stigmatizza la ctu “laddove omette ... di considerare la notevole rilevanza che i rating hanno sempre assunto nelle valutazioni degli operatori finanziari sull’affidabilità degli emittenti i titoli oggetto di investimento” (pag. 4 osservazioni sub all. 2 ctu): si ribadisce, nella presente causa non si contesta a [redacted] di non avere rilevato il rischio emittente/default, bensì di non aver rilevato il rischio mercato.

Venendo quindi alle più articolate contestazioni tecniche mosse dal consorzio (all. n. 1 ctu e note depositate in data 26.7.2012), va detto sin d’ora che, pur non disconoscendo il Tribunale la difficoltà della materia in esame e la delicatezza della ricostruzione scientifica affidata ai ctu, deve concludersi che le osservazioni mosse da [redacted] non valgono a giustificare un sovvertimento delle conclusioni peritali in ordine al superamento da parte del VaR della soglia dell’1%.

Ciò in primo luogo perché – si ribadisce – [redacted], che aveva assunto uno specifico obbligo di monitoraggio del VaR dei titoli in lista, non deduce e tanto meno dimostra che il VaR sia rimasto entro la soglia dell’1%: al riguardo meglio si dirà al successivo punto 2). Si limita infatti a contestare la metodologia adottata dai ctu, negando che la stessa sia rispettosa degli insegnamenti RiskMetrics, che tutte le parti sono concordi nel richiamare nella “misurazione” del rischio mercato.

In secondo luogo perché nel contestare il richiamo allo spread implicito, non considera che un richiamo a “gli spread di credito” (pag. 24 perizia) vi è proprio nel manuale RiskMetrics: ed a tale concetto bisognerà pur dare un significato nella costruzione della formula di calcolo del VaR, come hanno inteso fare i ctu. Può anche darsi che la loro ricostruzione non sia l’unica compatibile con gli insegnamenti RiskMetrics, però il consorzio non ha proposto una ricostruzione alternativa che valorizzi adeguatamente lo spread di credito, che pure il manuale RiskMetrics inequivocabilmente indica tra i fattori di rischio (citata pag. 24 ctu).

Infine, pare non cogliere nel segno l’osservazione per cui il “rischio spread” potrebbe “essere un indicatore importante per operatori che di mestiere investono per speculare sui cambiamenti di prezzo”: non quindi per i destinatari dell’iniziativa , “rivolta ad investitori di natura diversa, e cioè risparmiatori il cui fine è percepire i flussi di cassa generati dall’obbligazione. Per questi investitori, i problemi di liquidità del mercato sono un’opportunità, più che un rischio” (pag. 18 osservazioni).

Osserva infatti il Tribunale che, al di là delle considerazioni di sistema in ordine all’interesse dell’investitore medio che si fosse rivolto all’iniziativa , il fatto è che il rischio da cui il progetto intendeva difendere i propri investitori era anche il rischio di mercato: l’elenco delle obbligazioni a basso rischio e basso rendimento, infatti, si prefiggeva lo scopo di tutelare gli investitori dal “rischio di una perdita di valore del titolo sul mercato finanziario (e quindi di una perdita per il risparmiatore se vende il titolo prima della scadenza)” (pag. 16 doc. n. 1 attoreo). Da qui l’impegno assunto dal consorzio di mantenere nella lista solo i titoli che rispettassero il requisito di “una bassa variabilità del proprio prezzo di mercato”. Cosicché, sarà anche che la “misura di rischio spread o rischio prezzo ... non sarebbe stata appropriata per investitori che non speculano sul prezzo” (pag. 18 osservazioni), ma è proprio da quel rischio che si era impegnata a proteggere i propri investitori, spiegando che “il prezzo del titolo non è stabile e “se devo venderlo prima della scadenza devo considerare il rischio di oscillazione del prezzo (il cosiddetto prezzo di mercato” (pag. 8 opuscolo sub doc. n. 1 attoreo).

2) Va ulteriormente considerato che, quand’anche non fossero condivisibili le conclusioni cui sono giunti i ctu ed avesse ragione nell’escludere la valorizzazione dello spread implicito nella misurazione del VaR, ritiene il Tribunale che la conclusione in ordine alla responsabilità del consorzio non muterebbe.

La perizia infatti, nel condurre la “prova di resistenza” della propria analisi scientifica, verifica la misurazione del VaR eliminando dal calcolo “il fattore di rischio associato allo spread implicito”: la conclusione è che il VaR “rimane quasi sempre sotto il valore dell’1%” (pag. 32 perizia).

Senonché, pare al Tribunale innegabile che dietro al “quasi” si nasconda proprio il superamento della soglia dell’1% che avrebbe dovuto far scattare gli “obblighi di protezione” assunti da  il fatto cioè che sia emerso un VaR uguale o superiore al fatidico 1% era l’evento cui aveva collegato l’esclusione del titolo dalla lista (pag. 19 doc. n. 1) e la conseguente comunicazione agli investitori. Quindi, pur senza valorizzare lo spread implicito nella misurazione del VaR, sulla base di quanto esposto in perizia lo stesso si colloca a livelli nettamente inferiori rispetto alla ricostruzione precedente, ma comunque giunge a superare la soglia dell’1% a metà marzo 2008 (lo si desume chiaramente dal grafico a pag. 32 perizia).

Le parti convenute non hanno mosso alcuna contestazione a questa conclusione pur esposta nella perizia e riportata nelle stesse difese delle convenute (da ultimo si veda la conclusionale del consorzio, pag. 22). Hanno infatti concentrato le loro critiche sulla metodologia scientifica che valorizzava lo spread implicito, affermando che, eliminando detta variabile, il VaR risultava essersi mantenuto al di sotto della fatidica soglia dell’1%: ma in realtà così non è ed i ctu lo hanno ben messo in evidenza. Il consorzio – si ribadisce - non ha offerto un proprio calcolo alternativo, limitandosi ad affermare (ma non a dimostrare) che il VaR era rimasto sempre entro la soglia del 1%.

Se ne deve concludere – anche secondo la metodologia di calcolo sostenuta dal consorzio - che non ha adempiuto all’obbligo assunto, di delistare il titolo nel momento in cui risultava superata la soglia del VaR all’1%: si configura pertanto il denunciato inadempimento.

3) Osserva infine il Tribunale che, quand’anche non si condividessero le conclusioni in ordine al raggiungimento della soglia dell’1% da parte del VaR neppure sulla base di detta alternativa ricostruzione (ma non è noto sulla base di quale ipotesi di calcolo ciò potrebbe avvenire), la conclusione in ordine alla responsabilità del consorzio muterebbe: si intende, cioè, che ad avviso del Tribunale l’inadempimento del consorzio sussisterebbe anche se davvero il VaR si fosse sempre mantenuto al di sotto della soglia d’allarme dell’1%.

Il VaR infatti – hanno lungamente spiegato sia i ctu che i ctp - è l’indicatore di una perdita di valore potenziale, indica cioè una probabilità che il titolo perda parzialmente il proprio valore. Ebbene, aveva assunto l’impegno ad escludere dalla lista i titoli che avessero registrato una probabilità di perdita di valore superiore all’1% in una settimana: ciò perché aveva come scopo non solo quello di evitare la perdita di valore dell’investimento alla scadenza, ma anche di evitare “una perdita per il risparmiatore se vende il titolo prima della scadenza” (pag. 16 opuscolo).

Ritiene peraltro il Tribunale che l’assunzione di un impegno con riferimento al verificarsi di una probabilità, evidenziata da uno specifico indicatore (il VaR appunto), non esima il soggetto dall’obbligo di tenere la medesima condotta quando, pur risultando negativo l’indicatore probabilistico, la circostanza si verifichi in concreto nella realtà. Cioè, se fosse emersa in concreto una

significativa variabilità del prezzo di mercato, pur non registrata dall'indicatore probabilistico, ugualmente avrebbe dovuto delistare il titolo.

Il VaR infatti è un indicatore che registra la probabilità che un evento si verifichi; è un indicatore con “distribuzione gaussiana”, con cui condivide la caratteristica di “trascurare le code della distribuzione di perdite, o equivalentemente di non considerare i cosiddetti eventi rari” (pag. 13 perizia). Il concetto di indicatore probabilistico, quindi, implica la residua possibilità concreta che l'evento si verifichi anche se non registrato come probabile. Residua cioè la possibilità concreta che nella realtà si verifichi storicamente un evento, per quanto improbabile: in quel caso a non potrà certo essere contestato di non aver anticipatamente rilevato la probabilità del verificarsi dell'evento, ma potrà contestarsi di non aver tratto le conseguenze promesse dallo storico verificarsi dell'evento, pur non previsto.

Ovvero, mutando gli elementi di fatto, se ci si è impegnati a comunicare il rilevato rischio di tempesta quando si superi il 50% di probabilità che l'evento si verifichi, qualora in concreto accada che la tempesta si verifichi nonostante il rilevatore scientifico della probabilità si fosse attestato al di sotto del 50%, il soggetto obbligato non risponderà per non avere anticipatamente previsto l'evento, ma risponderà per non averlo comunicato adeguatamente nel momento in cui lo stesso si verifichi in concreto.

La metodologia prescelta infatti non esaurisce l'obbligo del consorzio: è il metodo scelto per poter adempiere all'obbligo di informazione, ma non è l'oggetto dell'obbligo di informazione: non può certo sostenersi che l'obbligo fosse solo di informare gli investitori di quanto fosse emerso sulla base del criterio di misurazione probabilistico, indipendentemente da quanto si verificasse nella realtà.

Ebbene, tornando alla ctu, i periti nominati dall'Ufficio hanno esaminato i vari indici di rischio diversi dal VaR, riconoscendoli quali “indicatori evidenti della rischiosità dei titoli” Lehman già da marzo 2008, ma escludendo che gli stessi rispondano al quesito “riguardo ad un aumento significativo della rischiosità, in quanto rappresentano strumenti parziali e solo indirettamente legati all'obbligazione oggetto del contenzioso” (pag. 11 perizia). Il Tribunale ritiene al contrario che anche dagli “altri” indicatori possano trarsi informazioni dirimenti nella decisione della causa, per quanto non direttamente attinenti alla misurazione del VaR: in particolare (quanto meno) l'andamento del titolo e l'andamento dello spread Bid-Ask.

Se risulta invero del tutto condivisibile la prudente valutazione peritale quando evidenzia la non univocità di quegli indicatori ai fini della riconoscibilità del rischio default, va d'altro canto ricordato come l'obbligo assunto da avesse ad oggetto non solo l'informazione sul rischio default ma anche l'informazione sul rischio di oscillazione di prezzo ovvero di perdita di valore del titolo sul

mercato finanziario: ovvero sul rischio di “una perdita per il risparmiatore se vende il titolo prima della scadenza” (doc. n. 1 citato, pag. 16).

Ebbene, l’elaborato peritale conferma le considerazioni già svolte da parte attrice su detti argomenti: la verifica dell’andamento del titolo evidenzia una “diminuzione drammatica del prezzo intorno a metà marzo 2008, per poi riprendere a fasi alterne, ma presentando una diminuzione sistematica fino a tracollo avvenuto poco prima del default” (pag. 6 perizia): “nei giorni precedenti il 4,4,2008 il prezzo del titolo subisce violente variazioni giornaliere (con salti che raggiungono 84,46 – 87,64)” (pag. 31 perizia); quanto allo spread Bid-Ask, ovvero al differenziale tra prezzo di acquisto e prezzo di vendita del titolo, che “rappresenta una misura della liquidità (o facilità nello scambio) del titolo”, evidenzia la perizia come un elevato spread sia “tipicamente associato ad una reticenza da parte del mercato di scambiare un determinato titolo, il che comporta un rischio, detto appunto rischio di liquidità” (pag. 8 perizia): quindi, l’indicatore Bid-Ask tradisce un aumento del rischio di liquidità dovuta a mancanza di fiducia del mercato nel titolo in esame proprio verso metà marzo 2008 (pag. 9 perizia).

Ritiene pertanto il Tribunale che, se l’oscillazione di prezzo e l’allargamento del differenziale Bid-Ask non sono sufficienti indicatori esaustivi del rischio default del titolo acquistato da _____, gli stessi integrino al contrario adeguata prova del rischio di oscillazione di prezzo, che si era concretizzato sin da marzo 2008 e che la lista dei titoli a basso rischio e rendimento si proponeva di evitare ai propri clienti.

L’eventualità che detto rischio non fosse stato riscontrato dall’altro indicatore menzionato (il VaR: come le convenute sostengono contestando la ctu e non tenendo conto della ricostruzione già proposta sub 2), non varrebbe quindi di per sé ad escludere la responsabilità del consorzio: come si è anticipato, il fatto che un indicatore probabilistico non avesse (sempre nell’interpretazione scientifica delle convenute) rilevato l’aumento del rischio di mercato, non avrebbe esentato _____ dall’obbligo di prendere atto dell’aumento del rischio di oscillazione del prezzo, che comunque si era storicamente verificato, e di assumere le condotte conseguenti in ordine alla revisione della lista di titoli “sicuri”. pertanto avrebbe dovuto delistare il titolo in esame subito dopo il crollo del prezzo e l’evidente allargamento del differenziale Bid-Ask di metà marzo 2008, atteso che uno dei due rischi che il consorzio si proponeva di evitare per i “propri” investitori (ovvero il rischio di oscillazione del prezzo del titolo) si era in effetti verificato.

Se ne deve ancora una volta desumere che _____ non ha adempiuto all’obbligo assunto, di delistare il titolo nel momento in cui il titolo in esame ha perso la caratteristica della “bassa variabilità del proprio prezzo di mercato” (pag. 17 doc. n. 1), integrandosi quel rischio di perdita di valore dell’investimento da cui _____ si prefiggeva di proteggere gli investitori aderenti al suo progetto: si configura pertanto il denunciato inadempimento.

Il nesso di causalità

La tematica del nesso di causalità ha molto impegnato le parti in causa, atteso che le convenute negano qualsiasi correlazione tra la condotta di _____, che non avrebbe delistato il titolo quand'anche fosse stata superata la soglia del VaR all'1%, e la perdita economica patita dall'investitore. sostengono cioè che la scelta di investimento di _____ era del tutto indipendente dal fatto che i titoli Lehman prescelti appartenessero alla lista delle obbligazioni a basso rischio e rendimento del _____, cosicché anche l'uscita dalla lista per effetto dell'aumentato rischio di mercato non l'avrebbe indotta a liquidare l'investimento.

La tesi non convince.

In primo luogo il riconoscimento del nesso di causalità presuppone che si valuti se la circostanza dell'uscita delle obbligazioni Lehman dalla lista di titoli "sicuri" ad aprile 2008 avrebbe o meno indotto _____ al disinvestimento, pur con il consolidamento di una cospicua perdita.

Ancora, il nesso causale tra la condotta e l'evento di danno va affermato non necessariamente quando si ricostruisca "oltre ogni ragionevole dubbio" che senz'altro _____ avrebbe disinvestito i denari impiegati nei titoli Lehman se avvisata dell'uscita dalla lista di titoli sicuri, ma quando ciò si possa affermare secondo il canone di giudizio del "più probabile che non" (tra le molteplici, anche successivamente a Cass. SS.UU. 581/2008, si leggano Cass. n. 21255/2013, Cass. n. 15991/2011, Cass. n. 22837/2010, Cass. n. 16123/2010: "nell'accertamento del nesso causale in materia civile, vige la regola della preponderanza dell'evidenza o del "più probabile che non", mentre nel processo penale vige la regola della prova "oltre il ragionevole dubbio"): ovvero se, di fronte all'evento "uscita dalla lista dei titoli con basso rischio e basso rendimento", risulti ragionevolmente più probabile che vendesse gli investimenti in esame piuttosto che li tenesse nel proprio portafoglio.

Ora, il fatto che i titoli acquistati da _____ nella diversificazione degli investimenti per ben € 29 milioni nel breve lasso di tempo agosto-novembre 2006 appartenessero tutti al novero dei titoli "garantiti" da _____ (circostanza non contestata e comunque facilmente desumibile dall'esame del doc. n. 4 _____ alla data del 30.11.2006 e 30.11.2008 nonché del doc. n. 19 attoreo) ed il fatto che nonostante l'alta esperienza in materia finanziaria riferita in sede di profilatura l'attrice avesse scelto esclusivamente titoli con ottimi rating e valutazioni di mercato ("rating in linea o superiore a quello dello Stato italiano": pag. 6 comparsa di costituzione _____) risulta al Tribunale un elemento chiaramente sintomatico dell'intenzione dell'investitore di impiegare i denari in modo sicuro; sicuro, si badi, non solo con riferimento al rischio default, ma anche con riferimento al rischio di perdita di valore per oscillazioni di prezzo.

L'affermazione contraria resa dalle convenute, per cui la riconducibilità dei titoli scelti alla lista dei titoli a basso rischio e rendimento sarebbe una mera coincidenza, rimane invero mera deduzione priva di dimostrazione. I fatti storici sono che sono stati scelti solo titoli che grazie al progetto Patti Chiari garantivano tutti un surplus di sicurezza rispetto ad un ordinario investimento nell'ambito di un ordinario rapporto di intermediazione; che questo "surplus" di sicurezza era comunque un elemento che offriva all'investitore non solo adeguata garanzia di corretto impiego ma anche un adeguato riparo dalle conseguenze politiche di un eventuale insuccesso dell'investimento, riparo ancora più importante se si considera che il Comune stava non solo investendo soldi pubblici, ma anche modificando i propri precedenti impieghi; che questa scelta è del tutto coerente con il basso/moderato profilo di rischio, dichiarato dall'attrice in tutte le profilature sottoposte dall'intermediaria ad [redacted] (ben tre in circa otto mesi). I molteplici elementi significativi e concordanti inducono a ritenere che quella scelta di ben € 29 milioni di investimenti nell'ambito della lista di titoli di [redacted] non sia una coincidenza, ma piuttosto una scelta consapevole di [redacted].

Quindi non può affermarsi che l'esclusione dalla lista "non tendeva ... ad evitare che la Finanziaria mantenesse investito il proprio denaro nel titolo" (conclusionale [redacted], pag. 28): la delistazione dei titoli Lehman in esame e l'informazione sul contenuto della lista era funzionale proprio a mettere l'investitore nella condizione di valutare consapevolmente l'aggravamento del rischio di mercato del proprio investimento. Certo la delistazione non avrebbe determinato automaticamente il disinvestimento, ma ciò che si vuol dire oggi è che sussiste una adeguata prova che, se correttamente informato, [redacted] avrebbe plausibilmente disinvestito l'impiego in titoli Lehman: e ciò vale ad integrare il nesso causale.

Neppure appare condivisibile la difesa per cui, il fatto che in occasione della ricezione dell'ordine del 17.11.2006 (eseguito il 22.11.2006) non fosse consultabile l'elenco delle obbligazioni a basso rischio ed a basso rendimento (doc. n. 9 attoreo), dimostrerebbe da un lato che [redacted] ha ben accettato l'acquisto di titoli al di fuori di detta lista e dall'altro lato che alcuna responsabilità del consorzio sarebbe configurabile per detti investimenti, per i quali non vi fu richiamo alla lista: si tratta in particolare della seconda tranche di titoli Lehman per ulteriori € 3 milioni.

La tesi è sconfessata dalla stessa condotta della banca intermediaria: infatti quando i titoli Merrill Lynch frn 2010 e 10, GE Cap, San Paolo frn 2013 vengono esclusi dalla lista di [redacted], [redacted] ne dà pronta comunicazione nel rendiconto immediatamente successivo (al 30 novembre 2008: doc. n. 4 della convenuta Cassa); analoga condotta segue l'intermediaria per comunicare la delistazione dei titoli Morgan ed Unicredit (doc. n. 19 attoreo). Ora, proprio dal confronto con il rendiconto al 30.11.2006 (ancora doc. n. 4 citato) si desume che questi titoli erano stati acquistati il 22.11.2006, contestualmente alla seconda tranche di titoli Lehman: quindi anche per questi titoli la lista non era disponibile al

momento dell'acquisto il 22.11.2006 e ciononostante vi fu da parte dell'intermediaria tempestiva comunicazione di espulsione dalla lista, proprio perché era implicito tra le parti che quei titoli (Lehman, ma anche Merrill Lynch, GE Capital e San Paolo) erano acquistati da nell'ambito del progetto , che del resto risultava espressamente richiamato nell'ordine di acquisto (doc. n. 9 attoreo). D'altro canto aveva acquistato ben € 3 milioni dello stesso titolo Lehman solo tre mesi prima e nessuno l'aveva avvertita che il titolo era nel frattempo uscito dalla lista, quindi non vi era neppure la necessità di consultare la lista per verificare che l'investimento facesse ancora parte delle obbligazioni considerate a basso rischio ed a basso rendimento; i titoli acquistati ad agosto e novembre 2006 sono infatti identici: Lehman Bros frn 2012 cod. tit. 8543100 ISIN XS0224346592 (doc. n. 9 attoreo).

Per completezza va altresì chiarito come non appaia condivisibile la tesi di parte convenuta per cui la natura professionale di avrebbe reso superflue le informazioni provenienti dal ed in particolare l'inserimento o meno nella lista del titolo: al di là del fatto che una volta assunto un impegno da parte del consorzio – ed in particolare l'impegno di controllo dei titoli della lista e di fornire le informazioni al riguardo – detto impegno va rispettato chiunque ne sia il beneficiario, le parti convenute non valorizzano adeguatamente il significato del consorzio e del progetto per . Il consorzio non si limitava a fornire garanzie di informazione e “sicurezza” sull'investimento, ma - per le ragioni già esposte - assicurava ad un ombrello protettivo, ovvero – nell'eventualità l'investimento fosse andato male – la possibilità di rispondere a chi l'avesse criticata per avere perso denaro pubblico – per di più a modifica del precedente status quo - di avere fatto tutto il possibile per coniugare un minimo rendimento con la sicurezza dell'investimento.

Da ultimo va osservato come appaia erronea la difesa del consorzio laddove intende neutralizzare l'effetto del proprio difetto informativo in quanto già sarebbe stata edotta delle gravi condizioni in cui versava il sistema bancario americano, quindi già avrebbe avuto sufficienti informazioni per decidere autonomamente dei propri impieghi (da ultimo alle pagine 32 e 36 della conclusionale): la circostanza del colloquio tra in persona del dott. e , ove il primo manifestava le proprie preoccupazioni ed la seconda minimizzava il rischio, o è valutato ai fini probatori unitariamente o è negato. Non può infatti da un lato valorizzare la prima parte della difesa attorea (pag. 32) e negare d'altro canto qualsiasi colloquio con la Cassa al riguardo (pag. 36): “il sig. non chiese mai al sig. rassicurazioni in ordine agli investimenti effettuati” (memoria istruttoria).

Cosicché, chiarito il rilievo dell'inserimento nella lista dei titoli di tutti i titoli scelti a seguito del disinvestimento e dell'impiego di € 29 milioni nel 2006, il titolo Lehman è stato il primo per cui si sarebbe dovuta evidenziare sin da marzo 2008 la grave problematica attinente la significativa

oscillazione di valore dell'investimento: quindi a quell'epoca senza gravissimi scossoni ben avrebbe potuto la società riallineare i propri investimenti ad un coerente basso rischio. Si ricordi ancora una volta che [redacted] stava investendo denari pubblici, che non poteva permettersi non solo di perdere ma neppure di vincolare per troppo tempo in caso di significative oscillazioni di mercato. E ciò non solo per un doveroso corretto utilizzo del denaro pubblico, ma anche perché l'erronea gestione degli investimenti (si è già detto) avrebbe avuto gravi ripercussioni politiche sull'amministrazione comunale (come in effetti ebbe), cosicché sarebbe stato ulteriore interesse dell'amministrazione intervenire tempestivamente sull'investimento, accettando il consolidamento della perdita di valore sulla somma di € 6 milioni rispetto ad € 29 milioni investiti, ma mettendo al riparo l'impiego e sé stessa quanto meno "limitando i danni".

Non appare invece dirimente per escludere il nesso di causalità la considerazione svolta dalle parti convenute in ordine alla condotta tenuta da [redacted] quando fu comunicata la delistazione di ulteriori titoli acquistati dalla finanziaria a novembre 2008. A parte il fatto che non è circostanza contestata che [redacted] si sia al tempo rivolta ad un proprio consulente esterno (Consultique) che avrebbe sconsigliato il disinvestimento integrale, appare dirimente la considerazione che a novembre 2008, anche per effetto del default Lehman, era evidente che la crisi aveva ormai colpito l'intero sistema finanziario e non singoli enti. Cosicché la perdita di fiducia del mercato non era di per sé segno di inaffidabilità del soggetto emittente, quanto segno di generale sfiducia nel mercato finanziario: liquidare l'intero portafoglio, consolidando perdite generali ben più gravose, sarebbe stata una mera reazione scomposta alla crisi di sistema, e non una consapevole reazione all'effettivo peggioramento del livello di rischio di un singolo investimento.

Deve quindi concludersi sul punto nel senso che va riconosciuto il nesso causale tra condotta omissiva di [redacted] e pregiudizio economico patito da [redacted] per effetto mancato disinvestimento nella primavera 2008 e quindi del default Lehman, atteso che dal complesso delle informazioni disponibili e degli elementi storici ricostruiti può ragionevolmente affermarsi ben più probabile che, a conoscenza dell'espulsione del titolo Lehman dalla lista [redacted], [redacted] avrebbe dismesso quell'investimento sin da aprile 2008 piuttosto che tenerlo.

Il danno cagionato ad

Verificata la condotta inadempiente di [redacted] ed il nesso causale con il pregiudizio economico di [redacted], va ora quantificato detto pregiudizio. Lo stesso consiste nella perdita economica subita dall'investitore per il fatto di non avere disinvestito € 6 milioni di titoli Lehman, condotta che avrebbe plausibilmente posto in essere se il titolo fosse stato espulso dalla lista degli investimenti sicuri in occasione della delistazione di molti altri titoli, rivelatisi poi meno rischiosi dello stesso Lehman in

esame (si veda sul punto ancora la ctu, pagine 43 e 48): la data di riferimento della condotta omissiva è quindi l'1.4.2008, quando i titoli Merrill Lynch XS0263593765 e Lehman Bros XS0282937985 sono stati effettivamente delistati, mentre analogo espulsione dalla lista non è avvenuta per il titolo Lehman oggetto di causa, nonostante avesse superato la soglia del VaR al'1%.

Ora, i ctu riferiscono che nei primi giorni di aprile il prezzo oscillò violentemente, tra l'84,46% e l'87,64%. Potendosi in questa sede solo ipotizzare quando il disinvestimento di sarebbe avvenuto in ipotesi di corretta informazione e gravando su la dimostrazione del pregiudizio economico patito, ritiene il Tribunale congruo valorizzare nella quantificazione del danno il prezzo dell'84,46% (ovvero il valore inferiore disponibile): cosicché in quella data, se avesse venduto il proprio titolo Lehman, avrebbe incassato la somma di € 5.067.600 (la percentuale va applicata infatti non alla somma spesa in sede di acquisto – come propone – bensì al valore nominale dell'investimento, giacché si tratta di calcolare quanto avrebbe incassato a quella data in cui sarebbe potuto avvenire il disinvestimento).

Da tale importo vanno detratti i rimborsi già percepiti in esecuzione della procedura di liquidazione americana per € 2.046.765,34 già comprensiva del sesto rimborso (circostanza pacifica in causa: il calcolo coincide con il dato riportato da a pag. 25 conclusionale) nonché il residuo valore dei titoli, che sulla base della valutazione riferita al 3.11.2014 può indicarsi nell'accordo delle parti in € 873.000 (pag. 25 conclusionale e pag. 11 memoria di replica): si tratta del complessivo importo di € 2.147.834,66. Se infatti deve in questa sede ricostruirsi il danno patito da per non essersi vista restituire il denaro quando il titolo Lehman doveva essere delistato e la società sarebbe tornata nella disponibilità dei propri denari, non può disconoscersi che detto danno è stato ridotto dall'incasso delle somme indicate, come anche è ridotto in considerazione del fatto che l'investimento ancora nella disponibilità di mantiene tuttora un valore economico nel mercato finanziario.

Da tale importo ritiene il Tribunale vada decurtata anche la somma di € 499.481, pari alle cedole percepite da dopo aprile 2008: si giunge così alla definitiva liquidazione del danno per € 1.648.353,66. Non risulta infatti convincente la tesi di per cui la decurtazione delle cedole non sarebbe giustificata in quanto l'attrice, se avesse visto restituito il proprio denaro, lo avrebbe investito in modo da ottenere un rendimento analogo a quello assicurato dall'investimento contestato. Appare piuttosto ragionamento giuridicamente più corretto innanzitutto quantificare la perdita economica alla data dell'aprile 2008 e successivamente riconoscere all'attrice una rivalutazione che tenga conto di quanto effettivamente dimostrato in ordine all'alternativo investimento che sarebbe stato effettuato.

La somma indicata va maggiorata della rivalutazione monetaria, che può essere parametrata al plausibile rendimento che avrebbe tratto da quei denari se li avesse incassati ad aprile 2008 e li avesse reinvestiti in maniera coerente con il residuo portafoglio detenuto: risulta al riguardo coerente l'indicazione dell'euribor tre mesi maggiorato dello spread dello 0,25%, a decorrere da una data che può essere individuata in maggio 2008: ovvero, se avesse ricevuto il proprio denaro ad aprile 2008, plausibilmente la avrebbe reinvestito non prima di maggio 2008. Una volta infatti che siano decurtate le cedole percepite da sulla base dell'affermazione che non vi è prova che quelle cedole sarebbero state ugualmente incassate dall'investitore, deve però riconoscersi un qualche rendimento all'attrice, che senz'altro quel denaro avrebbe reinvestito dopo il disinvestimento del titolo Lehman che fosse stato correttamente delistato.

I destinatari della pronuncia di condanna

Senz'altro risponde del pregiudizio ricostruito il consorzio convenuto. ha però proposto la propria domanda di condanna anche nei confronti di e di , nella loro qualità di consorziate di , invocando l'art. 2615 c.c.

Detta norma prevede al primo comma che “per le obbligazioni assunte in nome del consorzio dalle persone che ne hanno la rappresentanza, i terzi possono far valere i loro diritti esclusivamente sul fondo consortile”; al secondo comma che “per le obbligazioni assunte dagli organi del consorzio per conto dei singoli consorziati rispondono questi ultimi solidalmente col fondo consortile”.

Detta ultima previsione viene correntemente interpretata nel senso che “l'art. 2615 c.c., nel disciplinare la responsabilità del consorzio nei confronti dei terzi, distingue l'ipotesi delle obbligazioni assunte per conto dello stesso consorzio (1° comma) dall'ipotesi delle obbligazioni contratte invece per conto dei singoli consorziati (2° comma), prevedendo in tale secondo caso (...) una responsabilità solidale fra consorzio e singolo consorziato” (Cass. n. 9509/1997, sempre in motivazione): si pone quindi il problema di distinguere i due tipi di obblighi.

Ebbene, le obbligazioni assunte per conto del consorzio sono quelle connesse alla stessa esistenza e funzionamento del consorzio: quindi le obbligazioni connesse ai dipendenti del consorzio, alle spese correnti, alla segreteria, agli impianti, eccetera. Le obbligazioni di cui al secondo comma sono invece quelle assunte nell'interesse dei consorziati: a fronte di una normativa stringata in tema di obblighi di conservazione del fondo consortile, che in assenza della solidarietà con il singolo consorziato dovrebbe fare fronte a tutti gli obblighi assunti dal consorzio, il Legislatore ha infatti disposto che il singolo consorziato che beneficia di detti obblighi se ne assuma anche il rischio e la responsabilità unitamente al consorzio.

La giurisprudenza è quindi da tempo consolidata nell'affermare che "ogni organizzazione consortile con funzione esterna (...), quando tratta con i terzi "per conto" di questi ultimi, opera quale loro mandatario (Cass. 26 luglio 1996 n. 6774), e tale sua qualificazione giuridica, secondo i principi generali (art. 1705, in rel. agli artt. 2608 e 2609 c.c.), dovrebbe importare la responsabilità del solo consorzio per le obbligazioni assunte verso i terzi e la inammissibilità di azioni del terzo contraente nei confronti del consorziato. Detti principi tuttavia subiscono una deroga nella materia consortile dove, in forza dell'art. 2615 c.c., comma 2, la responsabilità del singolo consorziato si somma con quella del consorzio che ha agito per suo conto, creando, per effetto di questo vincolo solidale, una duplicità di legittimazioni passive, quella del consorzio e del consorziato, in via alternativa o cumulativa. L'art. 2615 c.c., comma 2 rende cioè responsabili (anche) i consorziati, nonostante la mancata spendita del loro nome, essendo sufficiente che le obbligazioni siano assunte nel loro interesse. Il consorzio, dal canto suo, anche quando agisce "per conto" di un singolo consorziato, rimane comunque obbligato in virtù dell'assunzione di una garanzia "ex lege" (cfr. Cass. 27 settembre 1997 n. 9509)" (così Cass. n. 3664/2006 in motivazione; in termini anche Cass. n. 3829/2001).

Il problema che si pone a questo punto è l'individuazione del singolo consorziato responsabile in solido con il consorzio, quando non ne sia stato speso il nome: ma detto problema è del tutto assente nel caso di specie.

Se è vero che ha assunto gli specifici obblighi già ampiamente descritti, è anche vero che ciò è avvenuto non solo tramite la pubblicizzazione del progetto relativo alla lista delle obbligazioni a basso rischio e basso rendimento e dell'opuscolo menzionato, ma direttamente in sede di conferimento dell'ordine di investimento: è infatti nel contenuto di quel modulo, che attiene direttamente al rapporto di deposito titoli intercorso tra ed , che vengono menzionati espressamente e la lista. Quindi non vi è alcun dubbio che l'obbligo assunto dal consorzio era funzionale all'interesse del singolo consorziato , che quindi va condannata in solido con al risarcimento del danno patito da .

Altrettanto invece non può dirsi per , che non è né responsabile di quel danno né interessata agli obblighi specificamente assunti da nei confronti di essendo totalmente estranea al rapporto di intermediazione tra l'attrice e .

La domanda nei confronti di va pertanto rigettata.

Va infine precisato come sia stata convenuta in giudizio con contestazioni attinenti anche la sua posizione contrattuale di intermediaria nell'investimento, sostenendo che vi sarebbe stata una colpevole omissione di informazioni verso la fine dell'estate 2008, quando a specifica richiesta dell'investitore la banca intermediaria avrebbe sottovalutato l'effettivo rischio dell'investimento in titoli Lehman. Sennonché, una volta affermata la responsabilità di in solido

con _____, l'affermazione di un ulteriore autonomo titolo di responsabilità diventa ultroneo: cosicché le istanze istruttorie, allo scopo formulate, pur astrattamente ammissibili, diventano sovrabbondanti: ne va quindi confermato il rigetto.

Gli interventi adesivi

A settembre 2013 e settembre 2012 hanno svolto intervento adesivo ex art. 105/II c.p.c. _____ e _____, entrambi titolari di investimenti in titoli Lehman, di cui contestavano la permanenza nella lista di titoli a basso rischio ed a basso rendimento fino alla dichiarazione di default. Gli intervenienti hanno insistito nell'accoglimento della domanda di _____, dichiarando il proprio interesse a vedere accertata la responsabilità dei convenuti ed in primo luogo del consorzio per la mancata esclusione dei loro titoli dalla lista.

L'intervento appare però inammissibile.

L'intervento adesivo dipendente risulta ammissibile in quanto l'interveniente vi abbia interesse.

Ora, la responsabilità di _____ per non avere delistato i titoli Lehman in possesso di _____ è stata affermata dopo l'analisi peritale di quegli specifici titoli. Nel caso di specie però i signori _____ e _____ non possedevano lo stesso titolo acquistato da _____, come chiaramente si desume dalla documentazione depositata che riporta un codice titolo diverso, quindi l'accertamento effettuato nel presente giudizio non è agli stessi estensibile, tanto più in assenza di specifiche deduzioni in ordine all'andamento del titolo: la perizia svolta in causa dà infatti conto anche del diverso comportamento tenuto sul mercato da diversi titoli Lehman, a conferma del fatto che non è la provenienza "Lehman" ad avere indirizzato la decisione della presente causa, bensì l'andamento dello specifico titolo acquistato da _____.

Quindi, non potendosi configurare come meritevole di tutela un astratto e generale interesse alla condanna di _____ che prescinda dall'investimento "avallato" in concreto dal consorzio, deve ritenersi che un effettivo interesse all'intervento adesivo meritevole di tutela possa configurarsi esclusivamente quando l'interveniente sia titolare di un investimento nel medesimo titolo acquistato da _____ ovvero in un titolo che si sia comportato allo stesso modo nel periodo primavera-estate 2008: ma la prima circostanza è – si ripete – negata dalla documentazione depositata dagli intervenienti e la seconda non è dedotta dagli intervenienti.

Quindi in assenza di un effettivo interesse, gli interventi vanno dichiarati inammissibili.

Conclusioni

e vanno condannate in solido al risarcimento del danno cagionato ad _____, liquidato in € 1.648.353,66, oltre euribor a tre mesi maggiorato dello spread dello 0,25%, a decorrere dall'1.5.2008 e fino al saldo.

La domanda nei confronti di _____ va rigettata.

Gli interventi adesivi vanno dichiarati inammissibili.

Va confermato il rigetto delle istanze istruttorie, che alla luce delle motivazioni esposte si confermano irrilevanti ai fini della decisione.

La soccombenza impone che le spese di ctu siano poste in via definitiva a carico del consorzio e di _____ in via solidale, al 50% nei rapporti interni.

Quanto alle spese di lite, la soccombenza impone la condanna di _____ e di _____ in solido alla rifusione delle spese sostenute da _____, liquidate come in dispositivo; il medesimo principio impone la condanna di _____ alla rifusione delle spese sostenute da _____. Le spese nei rapporti con gli intervenienti possono invece essere integralmente compensate, atteso il minimo impegno processuale imposto alle parti convenute dalla loro partecipazione al giudizio, sia in termini assoluti (l'intervento è successivo anche allo svolgimento ed al deposito della ctu) che in termini relativi atteso che la difesa dei signori _____ e _____ è stata davvero ridotta al minimo, anche con riguardo alle eccezioni svolte dalle convenute in ordine all'ammissibilità dei loro interventi (non sono state depositate memorie dopo la comparsa di intervento ex art. 105/II c.p.c.).

Gli oneri sono liquidati in dispositivo, d'ufficio in assenza di nota, tenendo conto della particolare complessità della controversia, della novità di impostazione difensiva attorea della causa, del valore superiore ad € 520.000 nonché con riferimento a parte attrice del fatto che la stessa è stata difesa rispetto a due soggetti, che hanno svolto difese in parte distinte, e con riferimento ad _____ s.p.a. del fatto che la stessa è risultata vittoriosa rispetto ad una questione che ha chiesto un'attività difensiva nettamente inferiore rispetto al nucleo centrale (e più complesso) della controversia (articoli 4 e 6 dm 55/2014).

Dall'art. 282 c.p.c. discende la provvisoria esecutività della presente decisione.

PQM

Il Tribunale di Padova, I sezione civile, in composizione monocratica, definitivamente pronunciando nella causa in epigrafe indicata (r.g. n. 15113/2009), disattesa ogni diversa istanza, domanda ed eccezione, così provvede:

- condanna in solido _____ e Cassa _____ s.p.a. a risarcire il danno cagionato ad Finanziaria s.p.a., liquidato in € 1.648.353,66, oltre interesse pari ad euribor a tre mesi maggiorato dello spread dello 0,25%, a decorrere dall'1.5.2008 e fino al saldo;
- rigetta la domanda attorea nei confronti di _____ s.p.a.;

- dichiara inammissibili gli interventi adesivi dei signori _____ ;
- condanna _____ Finanziaria s.p.a. alla rifusione delle spese processuali sostenute da s.p.a. liquidate d'ufficio in complessivi € 25.000 per compenso, oltre 15%, iva e cpa;
- condanna in solido _____ e _____ s.p.a. a rifondere le spese processuali sostenute da Finanziaria s.p.a., liquidate d'ufficio in complessivi € 1.118 per anticipazioni ed € 75.000 per compenso, oltre 15% sul compenso, iva e cpa, con ripartizione al 50% nei rapporti interni;
- pone le spese di ctu a carico del _____ e _____ s.p.a. in solido, con ripartizione al 50% nei rapporti interni;
- compensa integralmente le spese di lite tra gli intervenienti e le parti convenute.

Padova, 23/04/2015

Il Giudice
Maria Antonia Maiolino