

Intermediazione finanziaria

# Forma e contenuto nella valutazione di adeguatezza

Cassazione Civile, Sez. I, 6 giugno 2016, n. 11578 - Pres. M.C. Giancola - Est. L. Nazzicone - P.M. L. Capasso - Banco di Brescia San Paolo CAB S.p.A. c. Q.A.

*Intermediazione finanziaria - Valutazione di adeguatezza dell'operazione - Forma dell'avvertimento - Contenuto dell'ordine - Valore della dichiarazione del cliente*

*(D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, art. 21; Reg. Consob 1° luglio 1998, n. 11522, art. 29; Reg. Consob 29 ottobre 2007, n. 16190, artt. 39, 44; Direttiva 2014/65/UE art. 25)*

**In tema di intermediazione finanziaria, la sottoscrizione, da parte del cliente, della clausola in calce al modulo d'ordine, contenente la segnalazione d'inadeguatezza dell'operazione sulla quale egli è stato avvisato, è idonea a far presumere assolto l'obbligo previsto in capo all'intermediario dall'art. 29, comma 3, Reg. Consob n. 11522 del 1998; tuttavia, a fronte della contestazione del cliente, il quale allegghi l'omissione di specifiche informazioni, grava sulla banca l'onere di provare, con qualsiasi mezzo, di averle specificamente rese.**

## La Corte (*omissis*).

1. - I motivi del ricorso principale censurano la sentenza impugnata per:

1) violazione e falsa applicazione dell'art. 1350 c.c. e art. 29 reg. Consob 1° luglio 1998, n. 11522, oltre alla contraddittoria motivazione, per avere la corte territoriale ritenuto necessario che fosse riportato per iscritto sull'ordine il contenuto delle avvertenze rivolte dalla banca al cliente, e non soltanto la menzione di esse, come palesato dall'espressione di cui all'art. 29 cit., che parla di "ordine impartito per iscritto... in cui sia fatto esplicito riferimento alle avvertenze ricevute", potendo in sé l'informazione essere resa anche in forma orale;

2) motivazione contraddittoria circa l'inadeguatezza dell'operazione, posto che si tratta di ordini del 1997 e 1998, quando il default dello Stato estero era lontano e di esso non vi era alcuna percezione sul mercato, come affermato dalla stessa corte territoriale: la quale, tuttavia, ha aggiunto che l'informazione resa dalla banca al cliente circa l'inadeguatezza dell'operazione integrerebbe in sé la prova di tale carattere, invece che procedere essa ad un'autonoma e necessaria valutazione in tal senso; il quale avrebbe dovuto condurre ad opposte conclusioni, essendo stato accertato trattarsi di investitore esperto, il quale aveva investito abbondantemente in titoli azionari ed obbligazionari ad alto rischio, come quelli messicani;

3) violazione dell'art. 2730 c.c. ed omessa motivazione circa l'efficacia confessoria della dichiarazione dell'investitore, laddove ha dichiarato di avere ricevuto gli avvertimenti relativi all'operazione per lui inadeguata;

4) violazione dell'art. 1455 c.c. ed omessa motivazione, quanto all'importanza del preteso inadempimento, ai fini degli interessi dell'investitore;

5) violazione o falsa applicazione dell'art. 1453 c.c., perché l'ordine di acquisto non è contratto e non rileva con propria causa negoziale, trattandosi di atto esecutivo, onde non era autonomamente risolvibile;

6) motivazione contraddittoria con riguardo alla quantificazione del danno, non essendosi tenuto conto che la somma investita - avendo il cliente comperato i titoli a prezzo inferiore al valore nominale - fu di Euro 148.257,03 e non di Euro 168.208,57, per un totale dovuto, detratte le cedole, di Euro 92.790,24.

Con l'unico motivo del ricorso incidentale, si deduce il vizio di motivazione, per avere la sentenza impugnata detratto il valore delle cedole percepite in buona fede, pari ad Euro 55.466,79, non dovendo esse essere restituite, ai sensi dell'art. 2033 c.c.

2. - Il primo motivo, pur dovendosi operare alcune precisazioni, non può condurre all'accoglimento del ricorso.

Esso pone la questione interpretativa dell'art. 29 reg. Consob n. 11522 del 1998, quanto ai requisiti di contenuto che debba presentare l'ordine scritto del cliente, volto ad effettuare un'operazione in strumenti finanziari che la banca gli abbia segnalato come inadeguata.

2.1. - L'art. 29 reg. Consob n. 11522 del 1998, applicabile nella specie, impone agli intermediari di astenersi dall'effettuare "operazioni non adeguate per tipologia, oggetto, frequenza o dimensione" e, a fronte di un ordine concernente operazione non adeguata come sopra individuata, di informare il cliente della circostanza e delle "ragioni per cui non è opportuno procedere alla sua esecuzione"; ove, poi, l'investitore intenda comunque darvi corso, essi "possono eseguire l'operazione stessa solo sulla base di un ordine impartito per iscritto ovvero, nel caso di ordini telefonici, registrato su nastro

magnetico o su altro supporto equivalente, in cui sia fatto esplicito riferimento alle avvertenze ricevute”.

Si impone, dunque, all'intermediario l'obbligo di segnalare la non adeguatezza dell'operazione e le ragioni di essa, nonché se il cliente intenda procedere - di raccogliere l'ordine scritto (o telefonico registrato) da cui risulti un “esplicito riferimento alle avvertenze ricevute”.

2.2. - Sull'interpretazione della locuzione e sulla sua portata conformativa delle clausole contenute negli ordini di acquisto, con riguardo all'assolvimento del particolare obbligo di informazione attiva della banca, questa Corte ha espresso alcuni orientamenti.

Si è condivisibilmente affermato, così, che non può parlarsi di requisito di forma circa il contenuto delle informazioni fornite dall'intermediario: “il legislatore non ha disposto alcunché in ordine alla modalità di trasmissione delle dette notizie, e ciò conseguentemente comporta che... non è comunque correttamente ipotizzabile in proposito un vincolo normativo nelle relative formalità di comunicazione”. Proprio la precisazione circa la registrazione su nastro magnetico lascia intendere, secondo la sentenza, come la detta specificazione non sia riconducibile al manifestato intento di prescrivere una forma predeterminata dell'atto (appunto quella scritta) ai fini della sua validità, ma che al contrario la detta forma sia prescritta al fine di garantire l'operatore dall'esonero da ogni responsabilità in ordine all'operazione da compiere. Aggiunge la sentenza che, se si trattasse di previsione incidente sulla validità dell'atto, non avrebbe alcun senso la previsione di un obbligo di registrazione nel caso di ordini telefonici, mentre quest'ultima prescrizione trova all'evidenza fondamento, da una parte, nell'intento di favorire soluzioni meditate e non determinate dall'impulso di un momento e, dall'altra, nell'obiettivo di pervenire ad una più corretta semplificazione dell'onere probatorio sul punto (Cass. 26 luglio 2013, n. 18140).

Secondo alcune decisioni, la dichiarazione del cliente ex art. 29 Reg. Consob n. 11522 del 1998 deve essere “corredata da una, sia pure sintetica, indicazione delle caratteristiche del titolo, in relazione al profilo dell'investitore ed alla sua propensione al rischio, tali da poterne sconsigliare l'acquisto” (Cass. 26 gennaio 2016, n. 1376).

In concreto, la sentenza ha reputato inidonea la seguente clausola: “con riferimento alle informazioni acquisite (...) la banca segnala che la presente operazione non appare adeguata e per tale ragione non intende dar seguito all'ordine”; sebbene fosse in atti la prova che la banca avesse informato il cliente della rischiosità dell'investimento perché emesso da un “Paese emergente”, informazione ritenuta inidonea nella specie (ove si era in presenza di titoli di uno Stato prossimo al default finanziario emessi da un ente locale territoriale, di una propensione al rischio del cliente medio-bassa e dell'investimento nell'operazione della totalità dei suoi risparmi).

Secondo altra decisione (Cass. 6 marzo 2015, n. 4620) è invece idonea la seguente clausola: “Prendiamo atto delle indicazioni sotto riportate e tuttavia vi autorizziamo comunque ad eseguire l'operazione: titolo non quo-

tato - operazione non allineata alla linea di inv. concordata - comunicazione: lettera”, in quanto il testo contiene esplicito riferimento alle avvertenze ricevute circa l'inadeguatezza dell'ordine, sia per la mancata quotazione del titolo sia per la sua non rispondenza alla scelta prudenziale di investimenti operata sino ad allora.

Altre pronunce non sono ascrivibili ad un preciso orientamento al riguardo, non dando in realtà conto della situazione concreta.

Così Cass. 25 giugno 2008, n. 17340, la quale censura la sentenza di merito, che non aveva indicato se la banca avesse “osservato la norma che consente di darvi corso soltanto a seguito di un ordine impartito per iscritto in cui sia fatto esplicito riferimento alle avvertenze ricevute”, senza nulla specificare circa l'esigenza che le informazioni siano date per iscritto. Ed enuncia il principio di diritto che esordisce come segue: “In tema di servizi di investimento, la banca intermediaria, prima di effettuare operazioni, ha l'obbligo di fornire all'investitore una informazione adeguata in concreto, tale cioè da soddisfare le specifiche esigenze del singolo rapporto, in relazione alle caratteristiche personali e alla situazione finanziaria del cliente”, ma che nulla dice quanto alla forma delle informazioni.

Parimenti, Cass. 29 ottobre 2010, n. 22147, ribadisce solo la necessità che gli intermediari informino “adeguatamente il cliente sulla natura, sui rischi e sulle implicazioni della specifica operazione... E, se questi comunque intende dar corso all'operazione, devono acquisirne una precisa disposizione scritta in cui si fa riferimento alle avvertenze ricevute... Ha invece rilievo tranciante il dato riscontrato dalla Corte di merito che l'ordine scritto proveniente dal cliente, prodotto in atti, non contiene l'esplicito riferimento alle avvertenze ricevute”. E fissa il seguente principio di diritto: “In tema di servizi di investimento, la banca intermediaria, prima di effettuare operazioni, ha l'obbligo di fornire all'investitore una informazione adeguata in concreto, tale cioè da soddisfare le specifiche esigenze del singolo rapporto, in relazione alle caratteristiche personali e alla situazione finanziaria del cliente”: ma nulla dice circa la forma di tali informazioni.

Cass. 25 settembre 2014, n. 20178, esamina il profilo della “sequenza temporale” o “precisa cadenza imposta dall'art. 29 del citato regolamento della CONSOB”: “la doppia sottoscrizione, infatti, non consente, di per sé, di ritenere dimostrato che l'intermediario, ossia la Banca, si sia dapprima rifiutato di compiere l'operazione e vi abbia poi dato esecuzione dietro un preciso ordine scritto del cliente”. Ciò che la sentenza condivisibilmente richiede è dunque specificamente il perfezionamento dell'iter così come imposto dalla citata norma regolamentare: ossia, che la banca si sia - prima - rifiutata di compiere l'operazione e vi abbia - poi - dato esecuzione dietro un preciso ordine scritto del cliente.

Anche la più recente Cass. 17 aprile 2015, n. 7922, è anodina al riguardo: si trattava di un investimento di Euro 32.000.000,00 in un unico titolo da parte di investitori reputati non esperti in primo grado e con la retrodatazione di un foglio aggiuntivo, nel quale si dava

conto che quantitativamente il capitale investito superava la soglia consentita del patrimonio gestito: “retrodatazione incompatibile con le modalità attraverso le quali l’intermediario autorizzato può ottenere l’effetto liberatorio dell’obbligo di informativa posto a suo carico”.

2.3. - Il Collegio reputa di operare al riguardo le precisazioni che seguono.

Nel dettato dell’art. 29 Reg. Consob n. 11522 del 1998 devono distinguersi in capo all’intermediario distinti obblighi: a) valutare l’operazione richiesta sotto i profili ivi indicati (tipologia, oggetto, frequenza, dimensione); b) fornire al cliente le dettagliate spiegazioni e ragioni che, sotto gli stessi profili, sconsigliano l’operazione; c) acquisire l’ordine scritto “in cui sia fatto esplicito riferimento alle avvertenze ricevute”.

La norma, nella sua interezza, prescrive dunque un particolare procedimento.

Posta l’esigenza del rispetto di tali obblighi nella loro sequenza procedimentale, la questione che si pone riguarda quello *sub c)*, quanto ai contenuti che l’ordine scritto deve rivestire: se, cioè, detto “riferimento” scritto debba operare con riguardo all’*an* delle avvertenze, oppure anche al contenuto delle medesime.

Reputa il Collegio che - ferma restando l’esigenza dell’assolvimento dei primi due obblighi, ed, in particolare, di quello volto a fornire al cliente tutte le informazioni e le motivazioni che sconsigliano l’operazione - ai sensi dell’art. 29 cit. non sia obbligatoria l’integrale esplicitazione scritta dell’avvenuto assolvimento di essi, essendo sufficiente il riferimento alla circostanza dell’aver l’intermediario rivolto le avvertenze al cliente, ottenendone l’ulteriore richiesta di eseguire comunque l’operazione.

Infatti, alla luce sia della lettera, sia della ratio della norma, né la prima si presta ad un’interpretazione estensiva, né la seconda la postula, considerando che la disposizione intende enfatizzare al cliente la rilevanza della sua decisione, nonché precostituire una prova per la banca, ma non impone nessuna forma con la quale veicolare le dovute informazioni.

Occorre, invero, considerare che l’ordine scritto di eseguire l’operazione in strumenti finanziari necessariamente li identifica, onde appare sufficiente che il cliente, sottoscrivendolo, attesti pure di esserne stato dissuaso: l’indicazione dell’adempimento dell’obbligo della banca circa l’aver essa reso le “avvertenze” soddisfa l’esigenza probatoria, quale modalità tipica - produzione in giudizio dell’ordine stesso - predisposta ad integrare la prova (presuntiva) dell’esistenza dell’avvertimento di inadeguatezza.

La norma mira ad assicurare che l’investitore abbia ricevuto l’informazione concernente la circostanza che l’operazione stessa non fosse adatta a lui, alla luce delle sue specifiche caratteristiche e di quelle del prodotto *de quo*.

Certamente, pertanto, a tal fine non sarebbe sufficiente un avvertimento (orale) generico ed astratto, ossia privo dei riferimenti concreti alle caratteristiche del cliente in comparazione con il titolo (alla stregua delle indi-

cazioni *ex art. 29 cit.*, per tipologia, oggetto, frequenza, dimensione): l’informazione da rendere prima che la banca intermediaria, ai sensi dell’art. 29, comma 3, del reg. citato, dia attuazione all’ordine inadeguato, infatti, deve essere sufficiente in concreto, tale cioè da soddisfare le specifiche esigenze del singolo rapporto, in relazione alle caratteristiche personali e alla situazione finanziaria del cliente (così le condivisibili Cass. 25 settembre 2014, n. 20178; 26 luglio 2013, n. 18140; 29 ottobre 2010, n. 22147).

Ma la norma impone di rendere note le avvertenze in qualsiasi forma, posto che solo l’*an* delle medesime va attestato per iscritto.

A questo punto, tuttavia, ove il cliente alleghi l’inadempimento rispetto agli obblighi informativi da rendere oralmente, contestando che le avvertenze ricevute fossero adeguate ad assolvere agli obblighi *sub a)* e *sub b)*, allora la banca resta onerata dal dimostrare che, viceversa, ad essi sia stata adempiente.

Al riguardo, questa Corte ha, invero, già chiarito come l’onere probatorio gravante sull’intermediario finanziario in ordine alle informazioni somministrate all’investitore è commisurato alla deduzione di inadempimento formulata da quest’ultimo, in sede di contestazione della lite e di successiva precisazione-modificazione del *thema decidendum* e *probandum*, onde è onere dell’investitore indicare le informazioni che assuma di non aver ricevuto ed onere della banca provare di averle, invece, fornite (Cass. 21 marzo 2016, n. 5514).

Tale prova, dunque, da parte della banca potrà avvenire con ogni mezzo; anche se risponde ad un elementare scrupolo prudenziale indicare in dettaglio le informazioni rese nella dichiarazione sulle avvertenze ricevute, sottoscritta dall’investitore prima di dar corso all’operazione inadeguata, potendo ciò garantire una maggiore economia processuale.

Pertanto, ai sensi dell’art. 29 citato il giudice dovrà verificare se, in presenza di un’operazione inadeguata, l’intermediario abbia informato il cliente delle concrete ragioni che la rendano inopportuna, anche se tali ragioni non devono poi necessariamente emergere dall’ordine scritto, in cui è sufficiente il riferimento all’aver ricevuto le avvertenze. Sarà, del pari, compito del giudice del merito valutare, di volta in volta, se quella condotta integrasse l’assolvimento dell’obbligo di completa e corretta informazione sul prodotto finanziario in questione. Detta lettura appare coerente con l’imposizione all’intermediario di doveri informativi commisurati alla ratio della tutela predisposta dal legislatore. Come si è osservato (Cass. 8 maggio 2015, n. 9326), le norme a tutela degli investitori costituiscono uno dei risvolti dei principi dettati dalla Costituzione a tutela del risparmio, che impongono di predisporre gli strumenti per evitare che l’operatore finanziario approfitti della inesperienza e più in generale della mancanza di una preparazione specifica dell’investitore, ma non intendono “ingessare” il mercato finanziario, configurando una sorta di assicurazione contro i rischi delle perdite finanziarie, né hanno lo scopo in sé di impedire la conclusione di operazioni rischiose.

A contraria conclusione non potrebbe pervenirsi neppure per il paventato rischio che la clausola in questione si traduca in una vuota formula di stile, raramente letta davvero dal cliente: l'argomento, invero, prova troppo, dato che non vi è nessuna certezza che il cliente legga, invece, la clausola recante pure la ragione che sconsiglia l'operazione; o che la banca predisponga la più completa clausola senza assicurarsi che il cliente davvero l'abbia compresa ed assimilata.

In conclusione, va sul punto enunciato il seguente principio di diritto: "La sottoscrizione, da parte del cliente, della clausola in calce al modulo d'ordine, contenente la segnalazione d'inadeguatezza dell'operazione sulla quale egli è stato avvisato, è idonea a far presumere assolto l'obbligo previsto in capo all'intermediario dall'art. 29, comma 3, reg. Consob n. 11522 del 1998; tuttavia, a fronte della contestazione del cliente, il quale alleggi quali specifiche informazioni furono omesse, grava sulla banca l'onere di provare, con qualsiasi mezzo, che invece quelle informazioni essa aveva specificamente reso".

2.4. - Nella specie, la corte territoriale, nonostante si sia discostata da tale principio, ha anche affermato che, comunque, la prova testimoniale assunta in primo grado non ha consentito di provare l'assolvimento dell'onere probatorio da parte della banca, la cui unica testimone "oltre a riferire circostanze generiche o irrilevanti, ha dichiarato di non ricordare "di aver espressamente segnalato un rischio di mancato rimborso del capitale"" (p. 20).

Ne deriva che, corretta come sopra la motivazione, la decisione va tenuta ferma, noto essendo che non rilevano le carenze motivazionali della decisione impugnata, ove venga sottoposto a sindacato il giudizio di diritto, in cui il controllo del giudice di legittimità investe direttamente anche la decisione e non è limitato alla plausibilità della giustificazione: sicché un giudizio di diritto può risultare incensurabile anche se mal giustificato, in quanto, ai sensi dell'art. 384 c.p.c., comma 4, la decisione erroneamente motivata in diritto non è soggetta a cassazione, ma solo a correzione da parte della Corte, quando il dispositivo sia conforme al diritto (*ex multis*, Cass. 24 giugno 2015, n. 13086; Cass., sez. un., 25 novembre 2008, n. 28054).

3. - Il secondo motivo è in parte infondato ed in parte inammissibile.

Sotto il primo profilo, la sentenza impugnata ha accertato come la banca, nella specie, ebbe a valutare il titolo come inadeguato a quello specifico cliente, convincimento raggiunto in via presuntiva sulla base delle avvertenze al medesimo rivolte in tal senso e delle allegazioni stesse dell'intermediario: motivazione che non presenta mende argomentative.

Sotto il secondo profilo, il motivo, sotto l'egida del vizio motivazionale, mira in realtà a sottoporre alla Corte un nuovo, inammissibile giudizio sul fatto.

4. - Il terzo motivo è infondato.

Il ricorrente si duole della mancata qualificazione come confessione della dichiarazione resa dal cliente circa la completezza delle avvertenze ricevute.

Oltre a quanto sopra esposto, è sufficiente qui ricordare il condivisibile orientamento secondo cui l'ordine scritto, impartito dal cliente laddove intenda compiere un'operazione segnalatagli come inadeguata e che operi riferimento alle avvertenze ricevute, non costituisce una confessione in senso tecnico, ai sensi dell'art. 2730 c.c., circa l'aver egli ricevuto informazioni "adeguate", posto che la dichiarazione è rivolta alla formulazione di un giudizio e non all'affermazione di scienza e verità di un fatto obiettivo (Cass. 26 gennaio 2016, n. 1376; 6 marzo 2015, n. 4620; 25 settembre 2014, n. 20178; 19 aprile 2012, n. 6142).

5. - Il quarto motivo è infondato.

La corte del merito, nel risolvere il contratto, ha affermato di avere valutato il grave inadempimento ai doveri dell'intermediario, in tal modo implicitamente valutato l'importanza dell'inadempimento per il cliente, indotto ad acquistare un titolo dannoso in mancanza di adeguate informazioni.

6. - Il quinto motivo è infondato.

La sentenza impugnata ha risolto i contratti di compravendita dei titoli, conclusi tra il cliente e la banca, dopo avere accertato che essi si trovavano nel suo patrimonio.

Non coglie, dunque, nel segno la questione, che resta estranea alla fattispecie, della risolubilità dell'ordine ad acquistare un titolo, rivolto dal cliente all'intermediario, sulla quale verte il motivo.

7. - Il sesto motivo è inammissibile, in quanto pone una questione nuova.

Va, al riguardo, ribadito che, qualora con il ricorso per cassazione siano prospettate questioni cui non sia fatto cenno nella sentenza impugnata, è onere della parte ricorrente, al fine di evitare una statuizione di inammissibilità per novità della censura, non solo di allegare l'avvenuta loro deduzione innanzi al giudice di merito, ma anche, in ossequio al principio di autosufficienza del ricorso stesso, di indicare in quale specifico atto del giudizio precedente lo abbia fatto, onde dar modo alla suprema corte di controllare *ex actis* la veridicità di tale asserzione prima di esaminare il merito della suddetta questione (Cass. 18 ottobre 2013, n. 23675).

Nel caso in esame, la sentenza impugnata non reca traccia di una doglianza spiegata dalla banca circa l'acquisto dei titoli a prezzo inferiore al valore nominale, indicando anzi come entrambe le parti avessero allegato il medesimo prezzo di Euro 168.208,57 per essi pagato, pari a quello considerato come oggetto dell'obbligo restitutorio. Sicché, come si è premesso, il motivo è inammissibile.

8. - Il ricorso incidentale è infondato.

Infatti, per l'art. 2033 c.c., a seguito della risoluzione del contratto venuta meno la ragione giustificativa del pagamento, il regime delle restituzioni comporta che gli interessi sulla somma da restituire decorrano dall'effettivo versamento, ovvero dalla data della domanda giudiziale, a seconda che l'*accipiens* fosse o no in mala fede.

Ma tale regime riguarda, appunto, gli interessi sulla somma versata, non le cedole rimosse in esecuzione del contratto caducato.

(*omissis*).

## IL COMMENTO di Fabio Civale (\*)

La Suprema Corte si pronuncia sulla forma e sul contenuto della segnalazione di inadeguatezza nel regime pre-MiFID fornendo una lettura aderente alla lettera ed alla *ratio* della normativa di riferimento al tempo vigente. La stessa sentenza della Suprema Corte, seppure riferibile al regime pre-MiFID, risulta di per sé ricca di spunti, quantomeno di possibile riflessione, anche ai fini della disciplina dei rapporti retti dall'attuale regime MiFID 1 e, in termini prospettici, ai fini della nuova disciplina MiFID 2.

### Introduzione

Nel vasto e poliedrico quadro del contenzioso in materia di servizi di investimento la valutazione di adeguatezza (*suitability rule*) rappresenta, da sempre, un aspetto di centrale rilevanza e di ripetuta attenzione da parte della giurisprudenza di legittimità e di merito.

In relazione alle operazioni di investimento poste in essere nel periodo antecedente a novembre 2007, ossia nel regime pre-MiFID, in ragione di quanto previsto dall'art. 29 del previgente Regolamento Consob Intermediari n. 11522 del 1° luglio 1998 e successive modifiche ed integrazioni (1), sussisteva l'obbligo dell'intermediario di effettuare la valutazione di adeguatezza delle operazioni di in-

vestimento disposte dei clienti nell'ambito di tutti e dei diversi servizi di investimento (2).

La valutazione di adeguatezza, nel passaggio dal regime pre-MiFID (fino a novembre 2007) al regime MiFID (post novembre 2007), è risultata profondamente modificata quanto ad ambito applicativo (oggi) limitato ai servizi di consulenza in materia di investimenti e di gestione di portafogli, *set* di informazioni che *devono* essere acquisite dall'intermediario in relazione al profilo dell'investitore, criteri da valorizzare ai fini della valutazione di adeguatezza (3). Occorre altresì considerare che il regime MiFID prevede accanto alla valutazione di adeguatezza la valutazione di appropriatezza (4).

(\*) Il contributo è stato sottoposto, in forma anonima, alla valutazione di un referee.

(1) L'art. 29 del previgente Reg. Consob Intermediari n. 11522/98, rubricato "operazioni non adeguate", stabiliva che: "1. Gli intermediari autorizzati si astengono dall'effettuare con o per conto degli investitori operazioni non adeguate per tipologia, oggetto, frequenza o dimensione.

2. Ai fini di cui al comma 1, gli intermediari autorizzati tengono conto delle informazioni di cui all'articolo 28 e di ogni altra informazione disponibile in relazione ai servizi prestati.

3. Gli intermediari autorizzati, quando ricevono da un investitore disposizioni relative ad una operazione non adeguata, lo informano di tale circostanza e delle ragioni per cui non è opportuno procedere alla sua esecuzione. Qualora l'investitore intenda comunque dare corso all'operazione, gli intermediari autorizzati possono eseguire l'operazione stessa solo sulla base di un ordine impartito per iscritto ovvero, nel caso di ordini telefonici, registrato su nastro magnetico o su altro supporto equivalente, in cui sia fatto esplicito riferimento alle avvertenze ricevute".

(2) Nel regime pre-MiFID, come ripetutamente sottolineato dalla Consob "la valutazione di adeguatezza delle operazioni rappresenta un momento essenziale della corretta prestazione del servizio di investimento nei confronti degli investitori non qualificati; l'apprezzamento dei profili di adeguatezza può risultare più o meno complesso, a seconda del tipo di operazioni considerate e delle caratteristiche dell'investitore, ma non può essere omesso" (Comunicazioni Consob n. DI/98080595 del 14 ottobre 1998; Comunicazione Consob n. DI/98088209 dell'11 novembre 1998). Con riferimento alla valutazione di adeguatezza nel regime pre-MiFID, si vedano A. Perrone, *I soldi degli altri - Servizi di investimento e regole di comportamento degli intermediari*, Milano, 2008; L. Spada - M. De Mari, *Orientamenti in tema di intermediari e promotori finanziari*, in *Foro it.*, 2002, I, 866; M.T. Paracampo, *Gli obblighi di*

*adeguatezza nella prestazione dei servizi di investimento*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2007, II, 93; F. Sartori, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari. Discipline e forme di tutela*, Milano, 2004; G. Cottino, *La responsabilità degli intermediari finanziari. Ancora qualche divagazione sul tema*, in *Giur. it.*, 2006, 1633 ss.; F. Galgano, *I contratti di investimento e gli ordini dell'investitore all'intermediario*, in *Contr. e impr.*, 2005, 889; D. Maffei, *Forme informative, cura dell'interesse ed organizzazione dell'attività nella prestazione dei servizi di investimento*, in *Riv. dir. priv.*, 2005, 575; L. Piccardi, *La negoziazione di strumenti finanziari derivati fra codice civile e legislazione speciale*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2006, II, 361.

(3) Con riferimento alla valutazione di adeguatezza nel regime MiFID, si veda P. Giudici, *Contratti per consulenza e gestione di portafogli. Servizi Accessori. Offerta fuori sede. Rimedi*, in *Mercato regolati* in V. Roppo - A.M. Benedetti (a cura di), *Trattato dei contratti*, Milano, 2014, 1104; E. Girino, *Adeguatezza degli investimenti: le indicazioni dell'Esma e una proposta di soluzione*, in *Amministrazione & Finanza*, 2013, 5, 64; C. Brescia Morra, *Adeguatezza, appropriatezza e mera esecuzione di ordini*, in R. D'Apice (a cura di), *L'attuazione della MiFID in Italia*, Milano, 2010, 517; D. Spreafico - D. Pennati, *L'adeguatezza e l'appropriatezza*, in L. Zitiello (a cura di), *La MiFID in Italia*, Milano, 2009, 326; M. Salvatore, *L'informazione diretta al cliente o potenziale cliente e la graduazione delle tutele nel sistema della Direttiva MiFID*, in S. Adamo, E. Capobianco, P.A. Cucurachi, (a cura di), *Regolamentazione del mercato finanziario e contratti con gli investitori*, Napoli, 2010, 283; M. Cera, *Servizi di investimento e regole di condotta degli intermediari: quale quiete dopo la tempesta*, in F. Annunziata (a cura di), *Il Testo Unico della Finanza. Un bilancio dopo 15 anni*, Milano, 2015, 57. In tema si veda anche App. Milano 26 maggio 2016, in *www.ilcaso.it*; Trib. Milano 13 febbraio 2014, in *www.ilcaso.it*.

(4) Allorquando l'intermediario presta servizi esecutivi di or-

Pur nella varietà delle letture fornite dalla copiosa giurisprudenza occupatasi dei noti casi di *default*, sono individuabili talune interpretazioni generalmente condivise in tema di valutazione di adeguatezza nel regime pre-MiFID.

In primo luogo, a fronte del consentito rifiuto da parte dell'investitore di fornire informazioni in merito al suo profilo, è stato ritenuto che l'intermediario non sia esonerato dalla valutazione di adeguatezza e debba valorizzare tutte le informazioni in suo possesso, quale ad esempio il patrimonio o la pregressa operatività dello stesso investitore (5). Oltre alle informazioni fornite dal cliente, ai fini della valutazione di adeguatezza la giurisprudenza ha sovente valorizzato ulteriori elementi quali la abituale e pregressa operatività del cliente, nonché

la composizione del portafoglio dello stesso investitore, ciò nella necessaria visione dinamica e diacronica che deve guidare l'intermediario nell'adempiimento degli obblighi informativi nei confronti del cliente (6).

A fronte di tali condivise interpretazioni, si registrano nella giurisprudenza di legittimità e di merito diverse letture per quanto attiene alla forma ed al contenuto della segnalazione di inadeguatezza.

La sentenza oggetto di commento ricostruisce dapprima i diversi orientamenti maturati nella giurisprudenza di legittimità quanto a forma e contenuto della segnalazione di inadeguatezza e, sulla base di una analisi letterale e sistematica della normativa di riferimento, fornisce una interpretazione che appare equilibrata e convincente.

dini del cliente (ricezione e trasmissione di ordini, negoziazione per conto proprio, esecuzione di ordini, collocamento) è tenuto ad effettuare la valutazione di appropriatezza.

La valutazione di appropriatezza si distingue dalla valutazione di adeguatezza sotto diversi profili.

In primo luogo è diverso l'ambito di applicazione in quanto la valutazione di appropriatezza si applica a servizi che presuppongono, in ogni caso, un ordine del cliente (ricezione e trasmissione di ordini, negoziazione per conto proprio, esecuzione di ordini, collocamento), mentre la valutazione di adeguatezza si applica ai servizi di consulenza in materia di investimenti e di gestione di portafogli che prescindono da un ordine di investimento del cliente.

Diverse sono le informazioni da acquisire in quanto, mentre per la valutazione di adeguatezza è necessario acquisire dati riferiti a conoscenza ed esperienza, situazione finanziaria e obiettivi di investimento, ai fini della valutazione di appropriatezza è sufficiente la richiesta di informazioni inerenti a conoscenza ed esperienza.

Ulteriore e rilevante differenza è rappresentata dalle conseguenze del rifiuto del cliente o dell'impossibilità per l'intermediario di acquisire informazioni sufficienti. Mentre la valutazione di adeguatezza impone all'intermediario di astenersi dal prestare il servizio in assenza di informazioni, in relazione alla valutazione di appropriatezza, qualora il cliente si rifiuti di fornire le informazioni o le stesse non siano sufficienti, l'intermediario può ciò nonostante prestare il servizio, avvertendo il cliente dell'impossibilità di svolgere la valutazione di appropriatezza stessa.

Occorre, infine, considerare la differenza maggiormente rilevante. Se, infatti, l'intermediario può prestare i servizi di consulenza in materia di investimenti e di gestione di portafoglio solo in modo "adeguato" al profilo del cliente e deve astenersi in caso di inadeguatezza, in relazione ai servizi esecutivi di ordini dei clienti, qualora l'intermediario valuti l'operazione non appropriata, non è previsto un divieto di eseguire ordini impartiti dal cliente. In caso di inapproprietezza della disposizione di investimento del cliente l'intermediario può eseguire l'ordine avvertendo il cliente della non appropriatezza dell'ordine.

(5) In tema, *ex multis*, App. Bologna 16 settembre 2015, n. 1438, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it); Trib. Milano 4 settembre 2015, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it); Trib. Padova 17 marzo 2008, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it); Trib. Rovigo 16 gennaio 2008, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it); Trib. Vicenza 15 giugno 2007, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it); Trib. Padova 31 ottobre 2007, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it); Trib. Firenze 6 luglio 2007, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it); Trib. Monza 16 dicembre 2004, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2006, II, 498.

Il Tribunale di Milano ha ritenuto che "di fronte al - consen-

tito - rifiuto di fornire informazioni (in tutto o in parte circa i distinti profili di rischio), l'intermediario fosse tenuto a supplire sulla base dei dati che fossero a sua diretta conoscenza. Nel caso in esame il funzionario, in assenza di informazioni circa la situazione finanziaria della cliente, avrebbe tenuto conto del patrimonio della stessa, se non altro nella misura e consistenza di cui agli investimenti in essere presso detta banca" (Trib. Milano 3 maggio 2013, inedita).

Sul punto occorre, altresì, richiamare la comunicazione Consob n. DI/30396 del 21 aprile 2000, ove si afferma che: "gli intermediari non sono esonerati dall'obbligo di valutare l'adeguatezza dell'operazione disposta dal cliente anche nel caso in cui l'investitore abbia rifiutato di fornire le informazioni sulla propria situazione finanziaria, obiettivi di investimento e propensione al rischio; nel caso, la valutazione andrà condotta, in ossequio ai principi generali di correttezza, diligenza e trasparenza, tenendo conto di tutte le notizie di cui l'intermediario sia in possesso (es.: età, professione, presumibile propensione al rischio del cliente alla luce anche della pregressa ed abituale operatività; situazione del mercato)".

(6) In tema, Trib. Milano 18 aprile 2007, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it); Trib. Catania 5 maggio 2006, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it); Trib. Milano 26 aprile 2006, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it); Trib. Mantova 12 novembre 2004, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it); App. Bologna 27 febbraio 2013, n. 231, inedita. Ad avviso del Tribunale di Parma, "ove il profilo dell'inadeguatezza risulti controverso, i pregressi investimenti, in concorso con ulteriori elementi di segno convergente, possono anche condurre a ritenere l'informazione adeguata al profilo dell'investitore. In particolare, va allora considerato che entrambi gli attori, nei periodi in cui sono avvenute le operazioni di investimento per cui è causa, avessero già acquistato e detenessero numerosi titoli ad alto rendimento (sotto tale profilo sicuramente comparabili ai titoli di cui sopra), fra cui anche significative quantità di obbligazioni di paesi emergenti ed investimenti in fondi comuni ad alto rischio. Dalla stessa documentazione prodotta dalla banca, si evince inoltre come le operazioni di investimento contestate rappresentassero una quota non particolarmente significativa degli investimenti allora in essere (in particolare: le obbligazioni acquistate per l'importo di euro 15.000,00 in data 25.10.2000 rappresentavano circa il 7% dei titoli allora detenuti da (Tizio) le obbligazioni acquistate da (Tizio) per l'importo di euro 10.000,00 in data 6.3.2002 ammontavano a circa il 3% dei suoi investimenti mobiliari dell'epoca; le obbligazioni acquistate per l'importo di euro 10.000,00 in data 4.3.2002 erano pari a circa il 12% dei titoli allora presenti nel portafoglio di (Tizio)" (Trib. Parma 29 gennaio 2013, n. 142, inedita).

### Le operazioni inadeguate nel regime pre-MiFID: le diverse letture fornite dalla giurisprudenza

In caso di operazione inadeguata, secondo il regime pre-MiFID, sussisteva in primo luogo un obbligo di astensione in capo all'intermediario chiamato a non "effettuare con o per conto degli investitori operazioni non adeguate per tipologia, oggetto, frequenza o dimensione" (7).

Accanto all'obbligo di astensione sussisteva un ulteriore obbligo di carattere informativo in capo all'intermediario che, ricevuta da un investitore una disposizione inadeguata, era tenuto ad informare lo stesso cliente "di tale circostanza e delle ragioni per cui non è opportuno procedere alla sua esecuzione" (8).

Fermo il predetto obbligo informativo, l'obbligo di astensione poteva, peraltro, essere "superato" su iniziativa del cliente.

In particolare, adempiuto il predetto obbligo informativo, "qualora l'investitore intenda comunque dare corso all'operazione, gli intermediari autorizzati possono eseguire l'operazione stessa solo sulla base di un ordine impartito per iscritto (dall'investitore) ovvero, nel caso di ordini telefonici, registrato su nastro magnetico o su altro supporto equivalente in cui sia fatto esplicito riferimento alle avvertenze ricevute" (9).

I principali contrasti giurisprudenziali si sono registrati sulla forma e sul contenuto della predetta segnalazione di inadeguatezza.

Occorre peraltro evidenziare che tali diverse letture sono state in taluni casi occasionate da un fenomeno, sovente registrabile, di sovrapposizione dei due diversi piani e momenti riferibili, da un lato, agli obblighi informativi di (preventiva) segnalazione di inadeguatezza e, dall'altro lato, sempre che il cliente avesse ritenuto di procedere con l'operazione inadeguata, all'obbligo di (successiva) formalizzazione degli ordini inadeguati.

La precitata sovrapposizione di piani e momenti ha portato parte della giurisprudenza, tanto di legittimità (10) quanto di merito (11), a ritenere che, ai fini della necessaria consapevolezza del cliente, fosse necessario che la segnalazione di inadeguatezza in seno all'ordine dovesse contenere circostanziata menzione e traccia dei contenuti specifici delle informazioni fornite dall'intermediario al cliente circa le ragioni dell'inadeguatezza e della inopportunità di dare corso all'operazione inadeguata.

Quale corollario di tale lettura, in caso di avvertenza generica contenuta nell'ordine di investimento che non contenga ad esempio l'indicazione "in ordine alla natura del titolo, al suo emittente, al rating nel periodo di esecuzione dell'ordine, ed alla sussistenza di eventuali situazione di *grey market* o di *default* dell'emittente" (12), non si potrebbero ritenere assolti i plurimi (ed in realtà distinti) obblighi in capo all'intermediario.

Di fatto, quindi, tale orientamento finisce per fondere i due (distinti) momenti rappresentati dal (preventivo) adempimento degli obblighi informativi circa le ragioni di inadeguatezza dell'ordine e

(7) Cfr. art. 29, comma 1, Regolamento Consob Intermediari n. 11522/98.

(8) Cfr. art. 29, comma 3, Regolamento Consob Intermediari n. 11522/98.

(9) Cfr. art. 29, comma 3, Regolamento Consob Intermediari n. 11522/98.

(10) Nella recente sentenza della Cass. 26 gennaio 2016, n. 1376 la S.C. ha ritenuto che la segnalazione di inadeguatezza ex art. 29, comma 3, Reg. Consob n. 11522/98 potrebbe "comprovare l'avvenuto assolvimento degli obblighi di informazione incombenti sull'intermediario, sempre che sia corredata da una, sia pure sintetica, indicazione delle caratteristiche del titolo, in relazione al profilo dell'investitore ed alla sua propensione al rischio, tali da poterne sconsigliare l'acquisto, come nel caso in cui venga indicato nella dichiarazione che si tratti di titolo non quotato o emesso da soggetto in gravi condizioni finanziarie" (Cass. 26 gennaio 2016, n. 1376, in questa *Rivista*, 2016, 8-9, 992, con nota di A. Tosa). In tema si veda anche Cass. 9 febbraio 2016 n. 2535, in questa *Rivista*, 2016, 8-9, 992; Cass. 6 marzo 2015, n. 4620, in *D&G*, 2016, 6, 32.

(11) Il Tribunale di Rimini ha ritenuto "insufficiente" un avvertimento ex art. 29, comma 3, Reg. Consob n. 11522/98 che recava "quale unico avvertimento l'inadeguatezza dell'operazione per tipologia (...). In questo quadro non possono che ritenersi del tutto inutili le prove per testi richieste dall'opposta, in quanto, da un lato il mancato via libera all'investimento non reca l'indicazione specifica del profilo di inadeguatezza per di-

mensione; dall'altro lato, proprio l'indicazione espressa dell'inadeguatezza per tipologia fa presumere, a contrario, che dell'inadeguatezza per dimensione non sia stata adeguata informazione" (Trib. Rimini 3 marzo 2016, n. 309, in *www.ilcaso.it*).

Ad avviso del Tribunale di Milano, il "tenore letterale dell'art. 29 impone, infatti, un obbligo di astensione all'intermediario che può procedere ad eseguire un'operazione non adeguata soltanto sulla base di un ordine impartito dall'investitore per iscritto, contenente l'esplicito riferimento alle avvertenze ricevute, ossia sulla base di un ordine che riporti la segnalazione di inadeguatezza e l'indicazione delle ragioni della stessa pacificamente mancante nella specie" (Trib. Milano 4 settembre 2015, in *www.ilcaso.it*).

Ad avviso della Corte d'Appello di Bologna "la mera enunciazione della inadeguatezza, secondo quanto rileviamo nel caso di specie, assume un valore del tutto generico, privo di motivazione e dunque in contrasto con quanto sancito dalla norma suddetta; viceversa, l'art. 29 cit. impone all'intermediario - onde garantire un'effettiva tutela alla controparte debole - di rendere edotto il cliente delle "ragioni per cui non è opportuno procedere" all'esecuzione dell'ordine, così da metterlo appunto in condizione di effettuare scelte consapevoli". (App. Bologna 3 settembre 2013, n. 1606, inedita. In senso conforme, App. Bologna 3 luglio 2015, in *www.ilcaso.it*; App. Palermo 15 marzo 2013, n. 572, in *www.ilcaso.it*).

(12) In tal senso Cass. 26 gennaio 2016, n. 1376, in questa *Rivista*, 2016, 8-9, 992, con nota di A. Tosa.

la (successiva) avvertenza di inadeguatezza contenuta nell'ordine scritto, telefonico o impartito mediante tecniche di comunicazione a distanza.

Il vaglio, sostanziale e probatorio, del corretto adempimento da parte degli intermediari circa le informazioni fornite al cliente in merito alle operazioni inadeguate, pertanto, dovrebbe necessariamente ed unicamente passare attraverso i contenuti dell'avvertenza di inadeguatezza di cui all'ordine scritto, telefonico o telematico.

Altra parte della giurisprudenza di legittimità, sempre chiamata a pronunciarsi in tema di valutazione di adeguatezza, ha rilevato correttamente che non sussisterebbe alcun requisito di "forma" in merito al contenuto delle informazioni che l'intermediario è tenuto a fornire all'investitore circa le ragioni di inadeguatezza della disposizioni di investimento (13).

### Il processo di adeguatezza al vaglio della Suprema Corte

La sentenza della Corte di cassazione oggetto di commento richiama e ricostruisce i predetti orientamenti, per il vero non del tutto univoci, della giurisprudenza di legittimità ed ambisce a fornire una lettura sistematica in tema di valutazione di adeguatezza nel regime pre-MiFID.

L'*incipit* da cui muove la Cassazione risulta pienamente condivisibile: la c.d. *suitability rule* nella disciplina pre-MiFID risulta scomponibile in tre distinti obblighi che attengono a tre distinti momenti della relazione tra intermediario e cliente:

1. valutazione dell'adeguatezza dell'operazione ed obbligo di astensione in caso di operazione che per tipologia, oggetto, frequenza e dimensione non sia adeguata al cliente;
2. corretto adempimento degli obblighi informativi da parte dell'intermediario al cliente circa le concrete e specifiche ragioni dell'inadeguatezza e della inopportunità di dare corso all'operazione richiesta dal cliente;
3. qualora il cliente, pur informato dell'inadeguatezza, intenda comunque procedere con l'operazione inadeguata, l'intermediario era tenuto ad acquisire, per iscritto, su nastro magnetico o altro supporto durevole, un ordine "in cui sia fatto esplicito riferimento alle avvertenze ricevute" (14).

Pare opportuno rimarcare la consequenzialità ed al tempo stesso la rilevanza autonoma dei tre momenti e dei tre distinti obblighi in precedenza indicati. Nel processo relativo alla c.d. *suitability rule* potrebbe accadere (ed anzi dovrebbe rappresentare una evoluzione auspicabile) che, a seguito della valutazione di inadeguatezza e del corretto adempimento degli obblighi informativi da parte dell'intermediario al cliente circa le concrete e specifiche ragioni di inadeguatezza, il cliente ritenga di non procedere con l'operazione di investimento.

In tal caso, risulta evidente, non si addiverrebbe neppure alla terza fase di esecuzione di un ordine che rechi l'avvertenza di inadeguatezza e l'intermediario, chiamato a dare prova del corretto adempimento degli obblighi informativi, non potrebbe fare affidamento su un'avvertenza di inadeguatezza (non resa) attraverso l'ordine scritto, telefonico o conferito mediante tecniche di comunicazione a distanza.

In caso di operazione inadeguata, quindi, la raccolta di un ordine "in cui sia fatto esplicito riferimento alle avvertenze ricevute" (15) rappresenta una fase eventuale e non certo obbligata del processo di adempimento degli obblighi in capo all'intermediario. Da ciò ne consegue che la tutela del cliente in relazione ad operazioni inadeguate ed al tempo stesso la dimostrazione del corretto adempimento dei distinti obblighi in capo all'intermediario non può identificarsi necessariamente attraverso *solo* una fase, peraltro eventuale e non necessaria, del processo di adeguatezza.

Ribadita la necessaria autonoma rilevanza dei tre obblighi in capo all'intermediario nell'ambito del processo di adeguatezza, la S.C. focalizza la sua attenzione ed analisi in merito ai "contenuti" della (eventuale) segnalazione di inadeguatezza contenuta nell'ordine scritto, telefonico o impartito a distanza.

Considerata la lettera e la *ratio* dell'art. 29, comma 3, Reg. Consob Intermediari n. 11522/98, la S.C. ritiene che il predetto avvertimento non debba necessariamente includere l'integrale esplicitazione delle informazioni fornite dall'intermediario al cliente circa le ragioni dell'inadeguatezza e della inopportunità di dare corso all'operazione richiesta. Ad avviso della S.C., ai fini dell'avvertimento *ex art.* 29, comma 3, Reg. Consob Intermediari n. 11522/98 risulta di per sé sufficiente un riferimento alla circostanza dell'aver l'intermediario rivolto le dovute avvertenze al

(13) In tal senso, Cass. 26 luglio 2013, n. 18140, in *D&G*, 2016, 4, 3.

(14) Cfr. art. 29, comma 3, Reg. Consob Intermediari n.

11522/98.

(15) Cfr. art. 29, comma 3, Reg. Consob Intermediari n. 11522/98.

cliente, ottenendo l'ulteriore richiesta del cliente di eseguire comunque l'operazione.

La segnalazione di inadeguatezza contenuta nell'ordine scritto, telefonico o impartito a distanza attiene all'*an* delle avvertenze fornite dall'intermediario al cliente ma non deve necessariamente riprodurre il contenuto delle stesse avvertenze.

Tale conclusione è fondata, in primo luogo, su una lettura testuale dell'art. 29 del Reg. Consob Intermediari n. 11522/98 che non impone una forma all'atto attraverso cui l'intermediario esplicita al cliente le concrete ragioni di inadeguatezza.

La stessa lettura della Cassazione risulta, inoltre, coerente con la *ratio* sottesa alla previsione di un obbligo di segnalazione di inadeguatezza contenuta nell'ordine scritto, telefonico o impartito a distanza. Sotto l'angolo visuale del cliente, l'avvertenza di inadeguatezza è finalizzata ad enfatizzare, nel processo decisionale dello stesso investitore, la rilevanza e la incoerenza rispetto al suo profilo dell'operazione di cui trattasi e ciò sulla base delle (precedenti) informazioni fornite dalla banca circa le concrete e specifiche ragioni di inadeguatezza. In tal senso, quindi, la segnalazione di inadeguatezza contenuta nell'ordine scritto, telefonico o impartito a distanza dovrebbe rappresentare, per il cliente, un *reminder* di avvertenze ed informazioni già fornite dall'intermediario.

Sotto l'angolo visuale dell'intermediario, la segnalazione di inadeguatezza contenuta nell'ordine scritto, telefonico o impartito a distanza non rappresenta, di per sé, l'adempimento degli obblighi informativi nei confronti del cliente relativi alle concrete e specifiche ragioni dell'inadeguatezza e della inopportunità di dare corso all'operazione richiesta dal cliente. Tali informazioni, da riportare alle specifiche caratteristiche dell'ordine e del cliente, devono essere fornite in un momento antecedente rispetto all'ordine scritto, telefonico o impartito a distanza e possono essere fornite dall'intermediario anche oralmente e senza vincoli di forma. La segnalazione di inadeguatezza contenuta nell'ordine assolve per l'intermediario ad una valenza probatoria di natura presuntiva circa l'esistenza dell'avvertimento di inadeguatezza.

Dinanzi ad un ordine recante la segnalazione di inadeguatezza - riferita all'*an* delle avvertenze fornite dall'intermediario al cliente ma non anche riprodotte necessariamente il contenuto delle stesse avvertenze - il cliente potrà contestare in ogni caso l'inadempimento da parte dell'intermediario degli obblighi informativi relativi alle concrete e specifiche ragioni dell'inadeguatezza e della inopportunità di dare corso all'operazione richiesta dal cliente.

In tal senso, quindi, il cliente può contestare tanto la qualità quanto il contenuto delle avvertenze ricevute e ciò anche qualora l'ordine rechi l'avvertenza di inadeguatezza.

Resta, infatti, da escludersi che la sottoscrizione del cliente di un ordine con la segnalazione di inadeguatezza possa assurgere a dichiarazione confessoria ex art. 2730 c.c. e ciò in quanto la dichiarazione è volta alla formulazione di un giudizio e non all'affermazione di scienza e verità di un fatto obiettivo (16).

La corretta applicazione e ripartizione dell'onere della prova, quale di recente ricostruito dalla giurisprudenza di legittimità (17), impone peraltro all'investitore di indicare le informazioni che assume di non aver ricevuto ed all'intermediario di fornire la prova, senza vincoli di forma, circa il corretto adempimento dei medesimi obblighi informativi.

Nulla vieta, ovviamente, all'intermediario di indicare nel dettaglio le informazioni rese nella segnalazione di inadeguatezza in seno all'ordine scritto, telefonico o conferito a distanza, ma al tempo stesso ove lo stesso ordine non rechi menzione del contenuto delle informazioni in concreto rese la prova del corretto adempimento dei medesimi obblighi informativi potrà essere resa dall'intermediario con ogni mezzo, ivi inclusa la prova testimoniale.

### Valutazioni di adeguatezza e appropriatezza tra presente e futuro

La sentenza in commento, come detto, è riferita ad un caso in cui risultava applicabile la disciplina pre-MiFID.

Appare peraltro utile investigare la possibile rilevanza della stessa sentenza anche in relazione alle

(16) In senso conforme, Cass. 9 febbraio 2016 n. 2535 e Cass. 26 gennaio 2016, n. 1376, in questa *Rivista*, 2016, 8-9, 992; Cass. 6 marzo 2015, n. 4620, in *D&G*, 2016, 632; Cass. 25 settembre 2014, n. 20178, in *Europa e Diritto Privato*, 2016, 2, 335; Cass. 19 aprile 2012, n. 6142, in *Resp. civ. prev.*, 2014, 6, 1856.

(17) È stato di recente opportunamente rilevato che "l'onere probatorio gravante sull'intermediario finanziario, in ordine alle informazioni somministrate all'investitore, è commisurato

alla deduzione di inadempimento formulata da quest'ultimo in sede di contestazione della lite e di successiva precisazione-modificazione del *thema decidendum e probandum*, sicché non ha fondamento l'addebito rivolto all'intermediario finanziario di non aver provato di aver fornito non già le informazioni che l'investitore ha lamentato di non aver ricevuto, bensì quelle concernenti aspetti ulteriori emersi soltanto in sede di accertamento tecnico" (Cass. 21 marzo 2016, n. 5514).

fattispecie soggette alla attuale disciplina MiFID, specie per quanto attiene agli ordini soggetti alla valutazione di appropriatezza, stante il divieto di raccomandare o eseguire per conto del cliente nell'ambito del servizio di gestione di portafogli operazioni inadeguate.

Nell'attuale regime MiFID, in caso di inappropriata della disposizione di investimento del cliente, l'intermediario può eseguire l'ordine avvertendo il cliente della non appropriatezza, anche utilizzando un formato standardizzato (18).

È opportuno notare che, diversamente da quanto previsto nel regime pre-MiFID, non è più previsto che il cliente debba "autorizzare" l'intermediario ad effettuare l'operazione non appropriata, arrestandosi l'obbligo del soggetto abilitato ad una avvertenza qualificata della situazione di inappropriata.

Ulteriormente differenziandosi rispetto alla precedente normativa di riferimento, l'art. 42 del Reg. Consob Intermediari n. 16190 del 29 ottobre 2007 non impone che l'avvertenza dell'inappropriata sia resa per iscritto dall'intermediario al cliente.

Ferma, quindi, la libertà di forme in merito al rilascio dell'avvertenza di inadeguatezza ed alla relativa prova in giudizio, può essere in ogni caso opportuno per l'intermediario predisporre un modulo in merito a tale avvertenza, ciò in ragione della difficoltà di ricostruire, specie a distanza di anni, l'operatività concreta tra intermediario e cliente, oltre che dell'obbligo di conservare registrazioni adeguate idonee a ricostruire l'operatività ed a consentire alle autorità di vigilanza di verificare il rispetto nei confronti dei clienti delle regole di condotta in materia di servizi di investimento (19).

Si ripropone, quindi, anche nell'attuale regime MiFID, seppur in un quadro normativo modificato, il tema del contenuto dell'avvertenza di non appropriatezza.

Ebbene, anche nel regime MiFID si ritiene risultino applicabili le considerazioni svolte dalla Suprema Corte nella sentenza oggetto di commento, con precipuo riferimento alla corretta applicazione e ripartizione dell'onere della prova, nonché al valore

della sottoscrizione del cliente di un ordine recante la segnalazione di inappropriata.

La (eventuale) segnalazione di inappropriata contenuta nell'ordine conferito dall'investitore attiene, anche nel regime MiFID, all'an delle avvertenze fornite dall'intermediario al cliente ma non deve necessariamente riprodurre il contenuto delle stesse avvertenze.

Anche dinanzi ad un ordine recante la segnalazione di inappropriata, il cliente potrà eccepire in ogni caso l'inadempimento da parte dell'intermediario degli obblighi informativi, contestando tanto la qualità quanto il contenuto delle avvertenze ricevute, dovendosi escludere che la sottoscrizione del cliente di un ordine con la segnalazione di inappropriata possa assurgere a dichiarazione confessoria ex art. 2730 c.c.

L'investitore dovrà peraltro indicare le avvertenze che assume di non aver ricevuto e, in tal caso, competerà all'intermediario l'onere di fornire la prova, senza vincoli di forma, circa il corretto adempimento dei propri obblighi informativi.

In conclusione pare doveroso accennare ad un tema che meriterebbe ben altra ed approfondita trattazione, riferito al "futuro" delle valutazioni di adeguatezza e di appropriatezza.

Nel transito dal regime pre-MiFID al regime MiFID, avvenuto nel novembre 2007, la valutazione di adeguatezza è risultata come detto profondamente rivisitata e, per certi versi, già potenzialmente compressa (20).

Le (forse insuperabili) asimmetrie informative nel rapporto banca - cliente, unitamente alle riflessioni ed agli studi sui comportamenti non coerenti degli investitori rispetto all'archetipo dell'agente economico razionale hanno, da tempo, imposto una riflessione sul modello di regolamentazione e sugli strumenti attraverso cui è possibile assicurare la tutela dei clienti, la salvaguardia della fiducia nel sistema finanziario, la correttezza sostanziale nei comportamenti e la stabilità di banche ed intermediari.

In tale contesto, l'enfasi posta alle regole di *product governance*, da un lato, e le *limitazioni* ed i *divieti* alla

(18) Cfr. art. 42, comma 3, Reg. Consob Intermediari n. 16190 del 29 ottobre 2007.

(19) Cfr. art. 6, comma 2 *bis*, lett. m), D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58; art. 29 del Reg. Congiunto Consob e Banca adottato in data 29 ottobre 2007.

(20) Mentre nel regime pre-MiFID la valutazione di adeguatezza accedeva a tutti i servizi di investimento, nel regime-MiFID la valutazione di adeguatezza trova applicazione, come detto, solo nell'ambito dei servizi di consulenza in materia di investimento e di gestione di portafogli. È stato opportunamente

rilevato da autorevole dottrina come l'azione proattiva dell'autorità di vigilanza italiana, non senza alcune forzature, ha consentito "la generalizzazione del regime di adeguatezza nella prestazione dei servizi di investimento, realizzata mediante l'estensione della nozione di consulenza" (in tal senso, A. Perrone, *Servizi di investimento e regole di comportamento: dalla trasparenza alla fiducia*, in F. Annunziata (a cura di), *Il Testo Unico della Finanza. Un bilancio dopo 15 anni*, Milano, 2015, 285).

distribuzione di specifiche “tipologie” di strumenti finanziari, ad esempio caratterizzati da elevata complessità o illiquidità, denotano, forse, una perdita di fiducia da parte del legislatore europeo e nazionale sulla capacità dell’informazione a fungere da valido presidio a tutela di clienti, intermediari e mercati.

In termini più ampi, in tale rinnovato modello di regolamentazione, peraltro ancora *in fieri*, rischia di essere posta in discussione la centralità della relazione di servizio tra intermediario e cliente, ciò a favore di una accentuata rilevanza della regolamentazione del (e per il) prodotto.

Pur nel rinnovato modello regolamentare, peraltro, la valutazione di adeguatezza e di appropriatezza, anche nel futuro ed imminente regime MiFID 2 (21), avranno una centrale rilevanza. A dimostrazione di quanto appena rilevato, si consideri che nel prossimo regime MiFID 2, ai fini della valutazione di adeguatezza si dovranno considerare

due nuovi *driver* rappresentati dalla tolleranza al rischio e dalla capacità di sostenere perdite da parte del cliente, dovranno essere svolte comparazioni di prodotti equivalenti, dovrà essere indicato al cliente se ed in che modo è assicurata una valutazione di adeguatezza periodica, nonché dovranno essere predisposti specifici report di adeguatezza delle raccomandazioni fornite. L’adeguamento al prossimo regime MiFID 2, quindi, imporrà a banche ed intermediari la revisione dei questionari e degli algoritmi di profilatura dei clienti, l’introduzione di nuovi presidi operativi e di controllo ai fini della comparazione dei prodotti equivalenti, la revisione della modulistica e dei report forniti al cliente al fine di esplicitare le motivazioni per cui il prodotto risulta adeguato.

In definitiva, anche nel prossimo futuro la valutazione di adeguatezza continuerà a svolgere un ruolo centrale nella relazione tra banca e cliente.

---

(21) Cfr. art. 25 Dir. 2014/65/UE.