



CAMMINO DIRITTO

Rivista di informazione giuridica
<https://rivista.camminodiritto.it>



INTERMEDIAZIONE FINANZIARIA: LA VALUTAZIONE DI ADEGUATEZZA E APPROPRIATEZZA DELL'INVESTIMENTO

Il rapporto tra le due valutazioni e l'esigenza di scongiurare prassi pericolose in violazione degli obblighi informativi previsti per legge

di **Andrea Bazzichi**
IUS/15 - DIRITTO PROCESSUALE CIVILE
Articolo divulgativo - ISSN 2421-7123

Direttore responsabile
Raffaele Giaquinto

Pubblicato, Venerdì 25 Ottobre 2019

Sommario: 1. Premesse generali- 2. Il rapporto tra il giudizio di adeguatezza e di appropriatezza dell'investimento- 3. La sentenza del Tribunale di Bolzano n. 476/2019- 4. Riflessioni conclusive.

1. Premesse generali

In materia di intermediazione finanziaria, allorquando nella fase patologica del rapporto tra investitore/risparmiatore ed intermediazione finanziaria, si deve valutare l'operato delle parti; il punto di partenza è costituito da una massima di comune esperienza. Nello specifico, si ritiene che ogni investitore razionale è avverso al rischio, sicché il medesimo a parità di rendimento, sceglierà l'investimento meno aleatorio ed, a parità di alea, quello più redditizio, se non si asterrà perfino dal compiere l'operazione, ove l'alea dovesse superare la sua propensione al rischio. Su tale postulato, la giurisprudenza misura l'incidenza della violazione degli obblighi informativi da parte degli intermediari sulle scelte del risparmiatore. E' naturale che il citato enunciato trova forza solo ove il medesimo tenga un comportamento razionale nei termini descritti. Un comportamento irrazionale o contrario alla citata massima di comune esperienza si riverbera a livello di onere probatorio a carico delle parti, a seconda che sussista o meno la violazione degli obblighi informativi. Infatti, in caso di violazione, sarà onere dell'intermediario dimostrare che, comunque ed in ogni caso, il risparmiatore proprio in cagione del comportamento irrazionale posto in essere, si sarebbe deciso in favore dell'investimento poi censurato. Al contrario, ove l'informazione sia stata correttamente proposta, l'operatore professionale potrà limitarsi a questo, posto che una decisione in controtendenza rispetto agli avvertimenti forniti configura un comportamento irrazionale del risparmiatore. Secondo la legislazione attuale, in via preliminare, l'operatore professionale deve procedere alla cd profilatura del cliente, in modo da poterlo classificare o come controparte qualificata, cliente professionale od infine come cliente al dettaglio. Classificare un cliente o potenziale tale in un gruppo o nell'altro determina il contenuto degli obblighi informativi, e di conseguenza si riverbera anche sulle successive valutazioni circa l'adeguatezza e l'appropriatezza dell'investimento. Va precisato come tale raccolta di informazioni, debba comunque essere oggetto di un costante aggiornamento, da compiersi allorquando si tratta se, come, quando e quanto investire. Infatti, le condizioni del risparmiatore, non solo economiche e finanziarie potrebbero essere nel frattempo mutate rispetto al periodo in cui vennero raccolte².

2. Il rapporto tra il giudizio di adeguatezza e di appropriatezza dell'investimento

La valutazione di adeguatezza e di appropriatezza dell'investimento non può essere considerata una endiadi, poiché in virtù della distinzione posta dal legislatore i due giudizi attengono a contratti che hanno oggetto diverso³. Infatti, l'adeguatezza ha per oggetto i

contratti di consulenza in materia di investimenti e di gestione di portafogli, mentre l'appropriatezza riguarda servizi diversi da quelli di consulenza in materia di investimenti e di gestione di portafogli⁴. Infine, in via residuale si pongono i cd servizi execution only secondo un'ideale scala decrescente ove diminuisce l'apporto professionale e la discrezionalità dell'intermediario, e di conseguenza diminuisce anche il bagaglio minimo delle informazioni che devono essere fornite al cliente per orientare le proprie scelte economiche. La riferita distinzione è conseguenza delle cd direttive Midfid (Reg. 2004/39 CE e 2006/73 CE), tant'è che in precedenza l'unica valutazione esistente era solo quella dell'adeguatezza dell'investimento. Nel contempo sono mutate anche le conseguenze del giudizio negativo di adeguatezza. In precedenza, l'intermediario doveva astenersi dal compiere l'operazione, ma il cliente per il tramite di un ordine scritto poteva ugualmente darvi corso. Al contrario, con l'attuale legislazione in caso di inadeguatezza dell'investimento, l'intermediario non può comunque procedere, e deve in ogni caso astenersi. Diversamente, tale obbligo di astensione non è previsto laddove la valutazione sia relativa al giudizio di appropriatezza. Com'è noto l'inadeguatezza deve essere calibrata sui seguenti parametri: 1) oggetto 2) Tipologia 3) dimensione 4) frequenza. Sono tutti parametri autonomi ed alternativi tra loro, per cui l'operazione può essere inadeguata anche in presenza di uno solo di questi. Come ricordato, essendo tale giudizio, una valutazione relativa vi deve essere il raffronto con gli elementi indicati all'art 39 Regolamento Intermediari: 1) pregressa conoscenza ed esperienza del settore di investimento che viene in rilievo- 2) situazione finanziaria (e dunque se il cliente può sostenere finanziariamente l'operazione)- 3) obbiettivi di investimento (in cui si lega anche l'orizzonte temporale). Di contro, la qualifica di appropriatezza ha un oggetto più limitato in quanto limitato solo all'elemento della pregressa esperienza e conoscenza del settore di investimento che viene in attenzione nel caso concreto. E' di tutta evidenza come il rapporto tra appropriatezza ed adeguatezza sia una relazione di continenza ove la prima raffigura un cerchio più piccolo all'interno di un cerchio più grande.

3. La sentenza del Tribunale di Bolzano n. 476/2019

Si è dato conto che allorquando l'operazione viene giudicata inadeguata, l'intermediario deve astenersi dal compierla senza se e senza ma. Però, nella pratica dei casi, si pone la questione di come regolamentare l'ipotesi in cui via sia una contestualità tra i due giudizi di adeguatezza e di appropriatezza. In altri termini, la medesima operazione, esaurito negativamente il servizio di consulenza, può essere riproposta come soggetta ad una valutazione di appropriatezza che ha un oggetto più limitato e non contiene un obbligo di astensione. La sentenza riporta il dato di maggior interesse, laddove chiarisce questo punto. In estrema sintesi, nel riassumere la situazione fattuale, un risparmiatore acquistava da un istituto di credito 100 azioni del medesimo per un importo pari ad euro 35.900,00. Tali azioni perdevano gran parte del loro valore, per cui il cliente in giudizio lamentava la violazione degli obblighi informativi chiedendo in via graduata la nullità, l'annullabilità,

e/o la risoluzione del contratto sottoscritto. Il cliente, in sede di profilatura veniva classificato come cliente non professionale con un profilo di rischio basso. Il contratto aveva ad oggetto il deposito di titoli e di custodia e amministrazione, nonché i servizi di intermediazione finanziaria. Nel prospettivo informativo che aveva a sottoscrivere, dichiarava di essere consapevole dei rischi inerenti l'operazione, ma soprattutto di essere stato informato dall'intermediario che tali azioni non erano per lui adeguate. In particolare, prima della sottoscrizione dell'offerta di acquisto, questa era stata preceduta dalla raccomandazione che tale operazione fosse per lui da evitare poiché non appropriata. In buona sostanza le difese della Banca sul piano di merito si sostanziano rispettivamente nel fatto di aver reso edotto il cliente del conflitto di interesse (la Banca offre proprie azioni), che tali azioni non erano per lui adeguate ma da evitare, ma ciò nonostante questi aveva autorizzato l'acquisto delle stesse. Per completare la ricostruzione va evidenziato come il risparmiatore avesse sottoscritto anche la raccomandazione in cui era contenuta la valutazione di non appropriatezza. Ribadito che la violazione degli obblighi informativi attiene ad una responsabilità contrattuale, e dunque il termine di prescrizione è quello ordinario decennale, il Tribunale di Bolzano nel respingere la domanda di nullità, ma accogliendo quella di risoluzione, si trova a decidere su due punti centrali. Segnatamente, si tratta del rapporto tra adeguatezza ed appropriatezza, laddove i due momenti di valutazione siano contestuali tra loro (come nel caso di specie), e se il giudizio di adeguatezza oltre che per iscritto possa essere generico o debba recare con sé anche i motivi. Nel contempo si ricordano anche quelli che sono i principi acquisiti in giurisprudenza sul piano del riparto dell'onere probatorio in materia⁵. Secondo un ragionamento pienamente condivisibile, il Tribunale di Bolzano ritiene che la valutazione di adeguatezza non possa risolversi in una mera raccomandazione, se non contiene l'indicazione del motivo specifico. Altrettanto, qualsiasi sottoscrizione da parte del cliente di siffatti documenti non assurge al valore di confessione, ma tutto al più si limita ad essere una mera manifestazione di giudizio da parte del cliente⁶. Se la valutazione di adeguatezza ha come obiettivo quello di orientare le scelte del risparmiatore, ma a questo non viene data evidenza del perché l'investimento è da evitare, in definitiva si dimostra che egli non ha ricevuto nessuna informazione. Sul piano logico, il passo successivo della pronuncia è ancora più interessante. Si sottolinea come l'appropriatezza sia un minus rispetto all'adeguatezza, per cui se gli obblighi informativi sono stato assolti per la seconda valutazione. E' altresì manifesto che tra due concetti in questione non può esservi una relazione biunivoca, vuoi perché l'appropriatezza si limita a richiedere l'elemento della pregressa esperienza, vuoi perché è afferente al risparmio amministrato e fuoriesce quindi da un contratto di consulenza e di gestione. In altri termini se un'operazione economica è adeguata è anche appropriata, ma non è vero il contrario. La diversità dei presupposti di fatti delle due valutazioni, tracciata dal legislatore, viene superata nella sentenza in commento sulla base della contestualità delle stesse. Se l'operazione è la medesima, il tempo in cui viene decisa identico, così come il soggetto che si determina ad investire, in definitiva siamo sempre in presenza del precedente rapporto di consulenza che è sfociato nel giudizio negativo di adeguatezza. Pertanto, non può assumere valore la

sottoscrizione circa l'appropriatezza dell'investimento. Diversamente opinando si legittimerebbe una prassi, tesa ad aggirare gli obblighi informativi, in cui il cliente dapprima riceve un giudizio negativo di inadeguatezza in virtù del servizio di consulenza, e contestualmente per il medesimo titolo e per iniziativa propria (fuori dunque dal contratto di consulenza ormai esaurito).

4. Riflessioni conclusive

Sulla scorta delle considerazioni sin qui svolte non si può che condividere l'orientamento in giurisprudenza che ritiene che l'indicazione dell'inadeguatezza non possa che essere specifica. E per tutta una serie di ragioni. Se tale valutazione si compone di vari parametri: tipologia, oggetto, dimensione, frequenza, solo una motivazione specifica può consentire al risparmiatore di orientare consapevolmente la propria scelta. Ad esempio questi avrà sicuramente un approccio differente se l'inadeguatezza si riferisce alla tipologia o alla dimensione dell'investimento. Altrettanto condivisibile è il rilievo dato all'elemento della contestualità delle due valutazioni. Appare, in verità poco credibile che un soggetto che riceva un responso negativo di inadeguatezza, perché ad esempio l'investimento non corrisponde ad i suoi obiettivi, o meglio ancora perché potenzialmente non in grado di sostenere il rischio finanziario dell'operazione, contestualmente si risolva, al di fuori del contratto di consulenza, nel compierla comunque, nell'ambito di un giudizio di appropriatezza.

Note e riferimenti bibliografici

1Tra le tante pronunce si richiama Cass. 1376/2016 che prende le mosse ai fini delle proprie conclusioni da tale enunciato che viene dato per acquisito.

2Sul punto si rimanda a Cass. 119/2019 che delinea chiaramente come la valutazione inerente l'adeguatezza dell'investimento sia sempre un giudizio relativo visto che questo va correlato con quelle che sono le condizioni complessive del risparmiatore.

3L'adeguatezza è disciplinata agli art 39 e 40 del Regolamento 16190/2007, mentre l'appropriatezza agli art 40 e 41 del citato testo normativo

4Daniele Imbruglia, Persona e Mercato n. 4/2016, pag 73 e ss, in cui si riporta la classificazione secondo cui i servizi di consulenza afferiscono al cd risparmio gestito sui quali si opera la valutazione di adeguatezza mentre il giudizio di appropriatezza è relativo ai servizi che confluiscono nel cd risparmio amministrato.

5Secondo l'indirizzo assolutamente consolidato, l'investitore deve limitarsi a dimostrare l'esistenza del contratto, allegare l'inadempimento dell'intermediario (non deve fornire pertanto la prova negativa che l'operatore professionale non ha rispettato gli obblighi previsti per legge), e dimostrare il nesso causale tra la violazione lamentata ed il danno patito. Di contro, l'intermediario deve dare la prova positiva di aver adempiuto ai propri obblighi informativi previsti per legge. Ex multis si citano: Cass. 1376/2016- Cass 4620/2015-Cass. 5089/2016

6Al contrario, su un piano speculare ove la valutazione di inadeguatezza non fosse generica, bensì specifica con indicazione dei motivi precisi, la sottoscrizione non sarebbe più una mera manifestazione di giudizio, ma assumerebbe valore confessorio in quanto vertente sulla verità di un fatto storico preciso (la motivazione dell'inadeguatezza).
