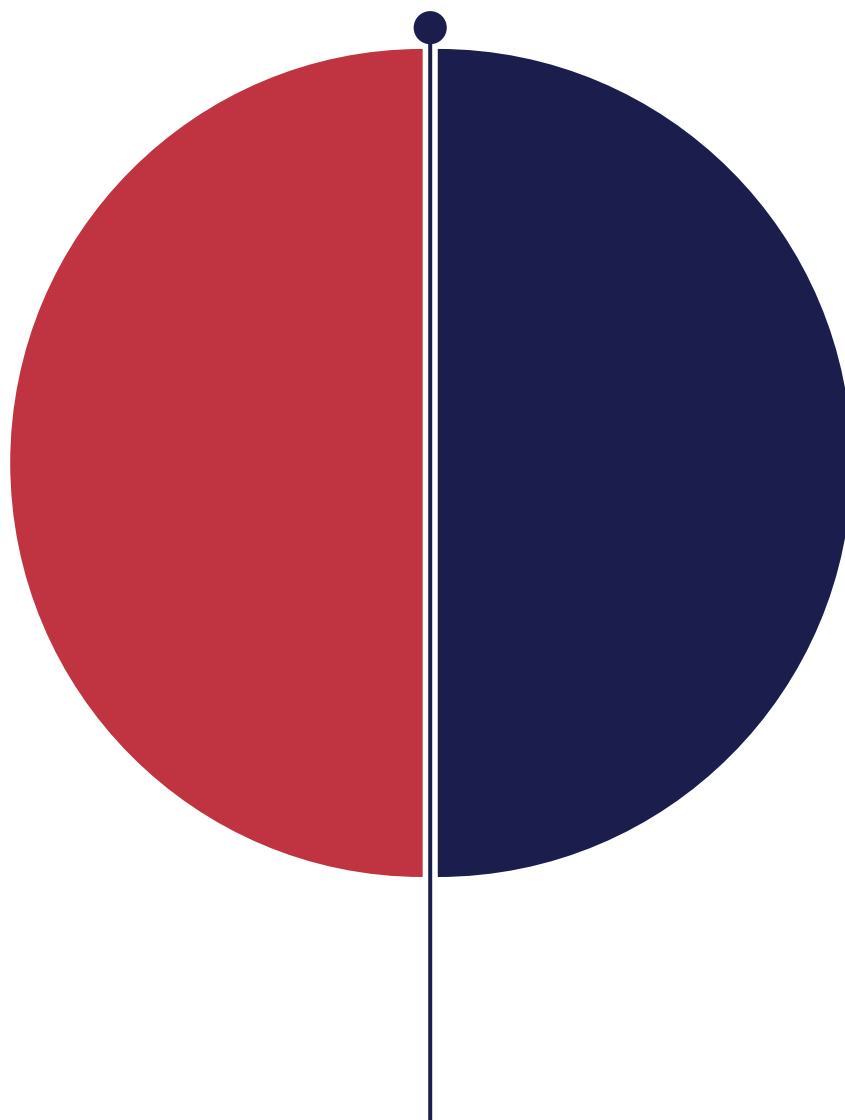




Arbitro  
per le Controversie  
Finanziarie



# Relazione sull'attività svolta 2025



**CONSOB**  
COMMISSIONE NAZIONALE  
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA





Arbitro  
per le Controversie  
Finanziarie

ACF - Relazione sull'attività svolta nell'anno 2025

### **Il Collegio ACF**

#### *Presidente*

Gianpaolo Eduardo Barbuzzi

#### *Componenti effettivi*

Anna Scotti

Giuseppe Santoni

Nicoletta Mincato

Paolo Esposito

#### *Componenti supplenti*

*Ettore Battelli*

*Fernando Greco*

*Ugo Minneci*

*Maria Maddalena Semeraro*

*Roberto Rosapepe*

*Giuseppe Finocchiaro*

*Angelo Danilo De Santis*

*Carlo Pilia*

*Philipp Fabbio*

*Andrea Pericu*

ACF - Arbitro per le Controversie Finanziarie  
Consob - Via G.B. Martini, 3  
00198 - Roma

Telefono  
068477850

Sito internet  
[www.acf.consob.it](http://www.acf.consob.it)

Redazione a cura del Servizio di Segreteria Tecnica dell'ACF

# INDICE

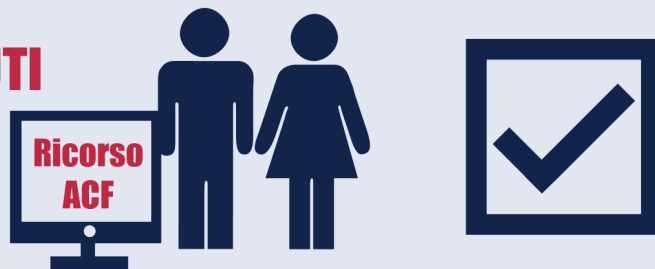
<b>1. I DATI E L'ATTIVITÀ SVOLTA</b> .....	7
<b>2. I PRINCIPALI ORIENTAMENTI DEL 2025</b> .....	33
<b>3. GLI ORIENTAMENTI CONSOLIDATI 2017-2025</b> .....	61
<b>APPENDICE STATISTICA</b> .....	119



# I DATI E L'ATTIVITA' DEL 2025

**Ricorsi RICEVUTI**

**760**



**di cui 585  
Ricorsi AMMESSI**

**Ricorsi ricevuti  
per area geografica**

**Nord 51,2%**  
**Centro 21,6%**  
**Sud e Isole 25,5%**  
**Estero 1,7%**



**Lombardia 18,3%**  
**Emilia-Romagna 11,7%**  
**Lazio 11,6%**  
**Veneto 8,3%**

**Riunioni  
del Collegio**

**45**



**Decisioni**

**869**



**Ricorsi accolti**

**42,7%**

**Ricorsi rigettati**

**57,3%**



**7,6 milioni di euro  
di risarcimenti riconosciuti**



# **1. I DATI E L'ATTIVITÀ SVOLTA**

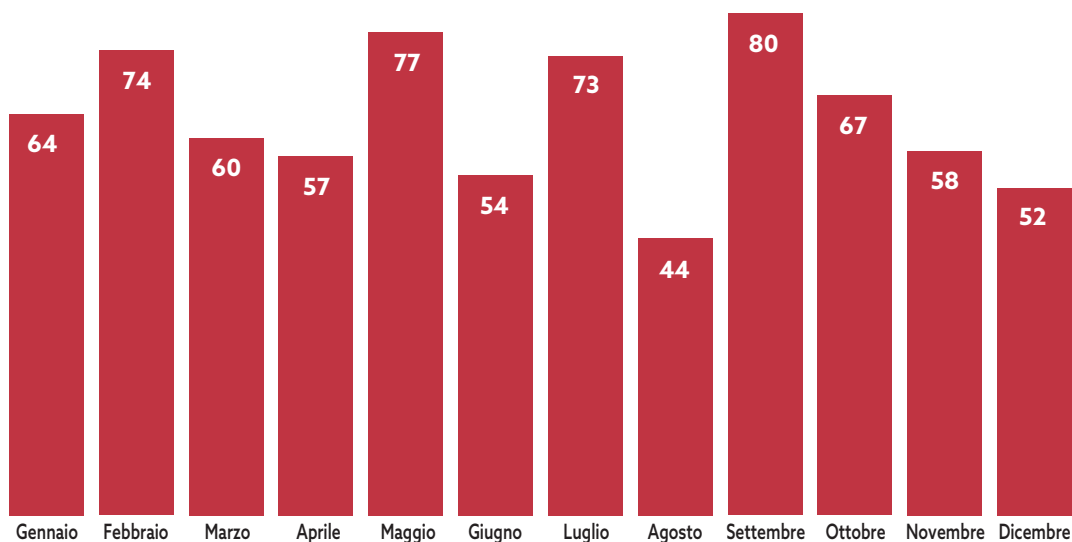


# I dati e l'attività svolta

## I ricorsi ricevuti

Nel corso del 2025 sono stati ricevuti 760 ricorsi, facendo così salire a 12.495 il numero complessivo dei ricorsi pervenuti nei nove anni di attività dell'ACF (2017/2025).

### Ricorsi ricevuti nel 2025 suddivisi per mese



La media mensile è stata di 63 ricorsi. Il grafico sopra riportato segnala che i picchi più elevati sono stati raggiunti nei mesi di settembre (80), maggio (77), febbraio (74) e luglio (73). Come avvenuto in passato, anche nel 2025 si è registrata una fisiologica contrazione del numero dei ricorsi in entrata nel corso del mese di agosto.

La tabella sottostante fornisce uno sguardo d'insieme del flusso dei ricorsi ricevuti dal 2017 in avanti.

### RICORSI RICEVUTI NEL PERIODO 2017-2025

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
gennaio	82	117	197	122	134	99	80	120	64
febbraio	148	137	154	164	163	117	89	86	74
Marzo	178	149	169	137	157	133	90	109	60
Aprile	168	118	173	115	147	76	74	85	57
Maggio	219	182	170	146	155	107	114	85	77
Giugno	273	157	123	190	147	66	59	84	54
Luglio	200	166	150	124	148	77	56	85	73
Agosto	98	72	59	80	90	51	64	53	44
settembre	130	122	123	134	203	86	87	50	80
Ottobre	140	243	149	211	81	97	78	86	67
novembre	99	211	117	174	80	108	89	65	58
dicembre	104	150	94	175	77	99	83	53	52
<b>Totale</b>	<b>1.839</b>	<b>1.824</b>	<b>1.678</b>	<b>1.772</b>	<b>1.582</b>	<b>1.116</b>	<b>963</b>	<b>961</b>	<b>760</b>

La contrazione del contenzioso portato lo scorso anno all'attenzione dell'ACF da parte degli investitori *retail* non è fatto nuovo, inserendosi esso in una tendenza già emersa negli anni precedenti

A tal riguardo va anzitutto segnalato il sostanziale azzeramento del contenzioso di tipo seriale, generato in massima parte dalle crisi bancarie del periodo 2014-2017; contenzioso che, come noto, ha fortemente caratterizzato i primi anni di operatività dell'ACF. Tale tipologia di controversie, rispetto al totale dei ricorsi pervenuti, è passata dal 28,2% del 2022, al 12,5% del 2023, all'11,2% del 2024 e al 6,6% del 2025.

Un ulteriore contributo in termini di contenimento di tale tipologia di controversie è scaturito dalle modifiche apportata al Regolamento ACF a fine 2021, laddove la competenza temporale dell'Arbitro è stata circoscritta a fatti e comportamenti posti in essere nei dieci anni precedenti la presentazione del ricorso.

Può dirsi, in definitiva, che dopo i primi anni di operatività dell'ACF caratterizzati da un utilizzo del rimedio stragiudiziale quale strumento di tutela anche o soprattutto di tipo "emergenziale" per i tantissimi risparmiatori rimasti coinvolti nelle note vicende di dissesto bancario, negli anni più recenti l'Arbitro ha potuto finalmente assumere, gradualmente, il ruolo – che, indubbiamente, gli è più proprio – di mezzo di risoluzione di quel genere di controversie che, in una logica di grandi numeri quali sono quelli relativi alle transazioni finanziarie, "fisiologicamente" possono sorgere tra intermediari prestatori dei servizi e loro clienti.

Un ulteriore fattore contenitivo del contenzioso finanziario può essere individuato nell'andamento positivo dei mercati finanziari negli anni più recenti che ha evidentemente consentito di contenere il tasso di conflittualità tra le parti, non foss'altro che per l'assenza di un danno concretamente risarcibile, pur a fronte di eventuali comportamenti violativi imputabili all'intermediario prestatore di servizi d'investimento.

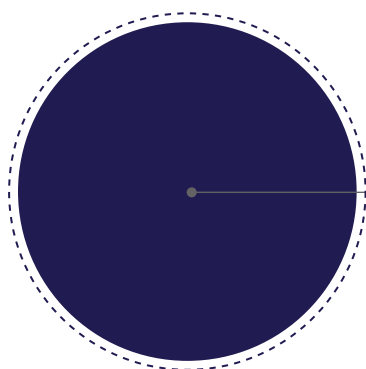
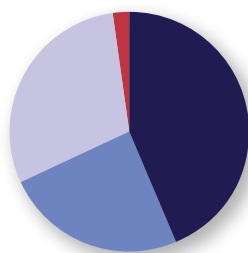
## RIPARTIZIONE GEOGRAFICA DEI RICORSI RICEVUTI

	2025	2024	Media 2017-2025
Nord	51,2%	43,7%	43,6%
Centro	21,6%	24,6%	20,1%
Sud e isole	25,5%	29,7%	35,4%
Estero	1,7%	2,0%	0,9%

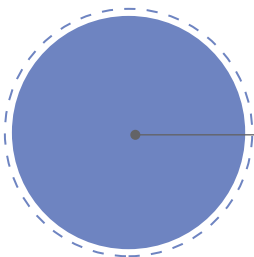
Quanto alla distribuzione territoriale, coerentemente con i dati fatti registrare nell'intero periodo di attività dell'ACF, il Nord si è confermato anche lo scorso anno come l'area di provenienza del maggior numero di ricorsi (51,2%), seguita dal Sud (25,5%) e dal Centro Italia (21,6%).

In linea rispetto allo scorso anno il dato relativo alla presenza di ricorrenti residenti all'estero (1,7% del totale).

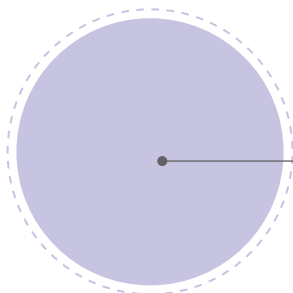
## RICORSI RICEVUTI PER AREA GEOGRAFICA



**51,2% nel 2025** **NORD**  
(43,6% nel periodo 2017-2025)



**21,6% nel 2025** **CENTRO**  
(35,4% nel periodo 2017-2025)



**25,5% nel 2025** **SUD  
E ISOLE**  
(35,4% nel periodo 2017-2025)



**1,7% nel 2025** **RESIDENTI  
ESTERO**  
(0,9% nel periodo 2017-2025)

## RICORSI RICEVUTI NEL 2025 SUDDIVISI PER REGIONI

Regioni	Numero totale istanze	In percentuale
Lombardia	139	18,3%
Emilia-Romagna	89	11,7%
Lazio	88	11,6%
Veneto	63	8,3%
Puglia	61	8,0%
Toscana	54	7,1%
Piemonte	52	6,8%
Campania	48	6,3%
Sicilia	46	6,1%
Liguria	24	3,2%
Calabria	15	2,0%
Marche	15	2,0%
Friuli-Venezia Giulia	14	1,8%
Abruzzo	12	1,6%
Sardegna	8	1,1%
Trentino-Alto Adige	7	0,9%
Umbria	7	0,9%
Basilicata	3	0,4%
Molise	1	0,1%
Valle D'Aosta	1	0,1%
<i>Residenti all'estero</i>	13	1,7%
<b>Totale</b>	<b>760</b>	<b>100%</b>

Come nel 2024, anche lo scorso anno la Lombardia è stata la regione da cui è pervenuto il maggior numero di ricorsi (139), pari al 18,3% del totale dei ricorsi ricevuti, seguita dall'Emilia Romagna (89 ricorsi, pari all'11,7%) e dal Lazio (88 ricorsi, pari all'11,6%).

Trattasi di dati che hanno una loro significatività, in quanto evidenzianti una ripartizione dei ricorsi a livello regionale che – a differenza di quanto registratosi negli anni più risalenti (soprattutto, nel quadriennio 2018-2022), nei quali la gran parte dei ricorsi era riconducibile a quelle aree territoriali che più avevano sofferto per lo stato di crisi di alcune realtà bancarie locali (in particolare, Veneto e Puglia) – fornisce migliore evidenza dell'effettiva distribuzione della ricchezza sul territorio nazionale e della propensione ad investire in prodotti finanziari da parte dei risparmiatori.

## SUDDIVISIONE RICORSI PER REGIONI NEL PERIODO 2017-2025\*

\* Il dato non include i ricorsi ricevuti da soggetti residenti all'estero.

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Abruzzo	15	21	20	25	15	10	18	22	12
Basilicata	13	96	42	63	74	21	8	12	3
Calabria	31	70	39	24	22	20	12	26	15
Campania	65	77	136	113	133	72	65	70	48
Emilia-Romagna	108	140	115	231	189	102	90	59	89
Friuli-Venezia Giulia	76	36	27	16	44	54	41	18	14
Lazio	127	113	147	133	127	86	87	102	88
Liguria	32	29	23	30	44	19	25	27	24
Lombardia	239	215	170	205	200	151	149	175	139
Marche	73	135	50	17	27	14	20	29	15
Molise	1	7	7	9	2	3	2	4	1
Piemonte	119	74	66	61	76	38	74	62	52
Puglia	128	305	394	455	242	229	110	82	61
Sardegna	8	10	10	5	17	4	15	13	8
Sicilia	84	113	100	97	96	97	71	56	46
Toscana	81	154	157	134	116	76	83	90	54
Trentino-Alto Adige	42	34	28	16	9	4	7	8	7
Umbria	20	38	26	30	24	14	7	16	7
Valle d'Aosta	1	2	--	--	2	2	1	--	1
Veneto	567	147	113	98	110	91	57	71	63
<b>totale</b>	<b>1830</b>	<b>1816</b>	<b>1670</b>	<b>1762</b>	<b>1569</b>	<b>1107</b>	<b>942</b>	<b>942</b>	<b>747</b>

Quanto alla distribuzione a livello provinciale, il 2025 ha fatto registrare il primato della provincia di Roma (76 ricorsi, pari all'86,4% dei ricorsi ricevuti dal Lazio). Come negli anni precedenti, seguono nelle prime posizioni talune delle maggiori aree metropolitane del Paese (Milano con 68, Torino con 35, Napoli con 34 ricorsi, Bari con 33).

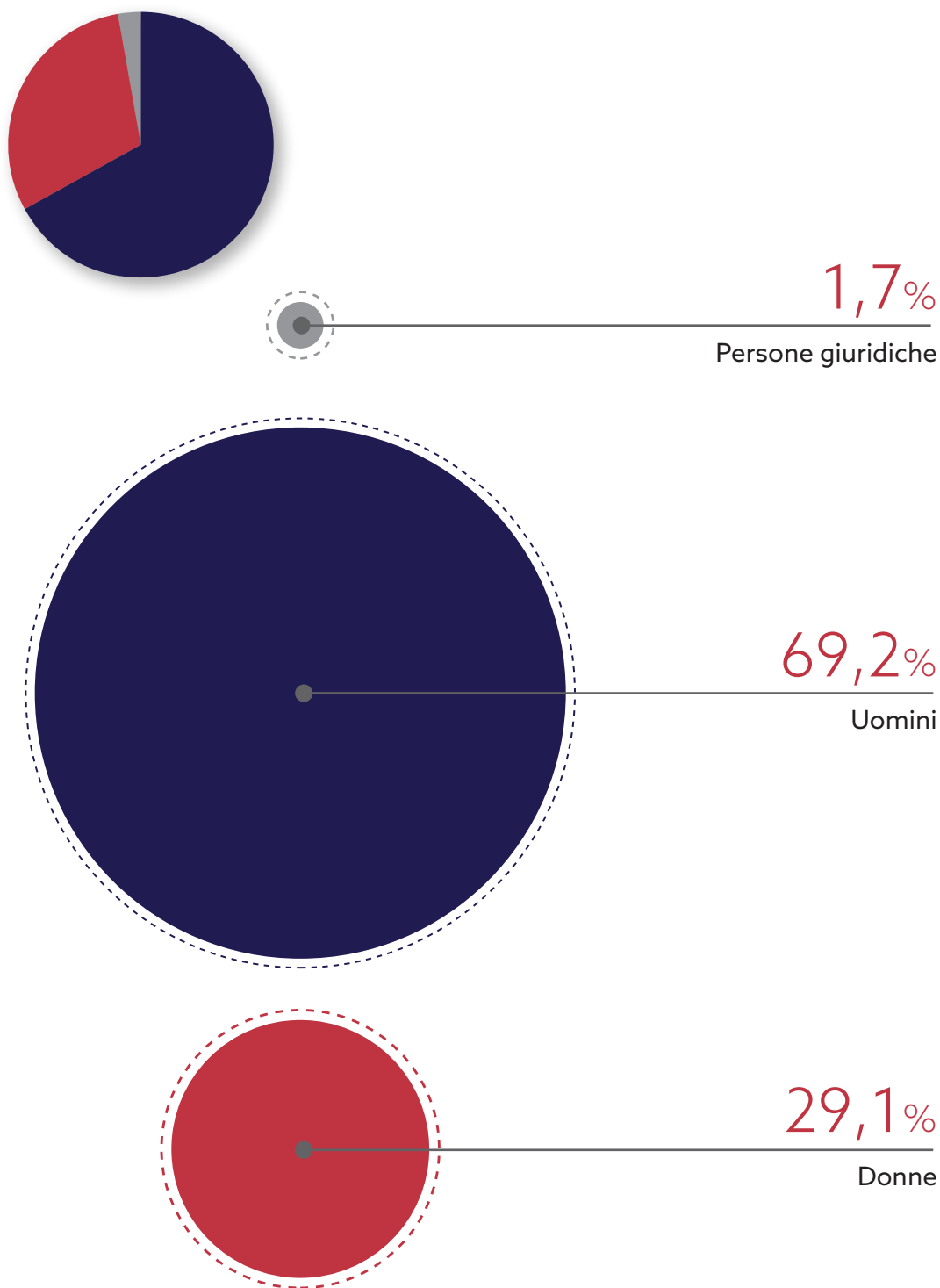
In tutto, sono state 95 le province dalle quali è pervenuto almeno un ricorso, dato non lontano dalla somma delle province italiane (110), il che appare a suo modo attestativo di un apprezzabile grado di "penetrazione e conoscenza" dello strumento ACF da parte degli investitori al dettaglio.

**PROVINCE CON MAGGIOR NUMERO DI RICORSI RICEVUTI E PERCENTUALE SUL TOTALE DEI RICORSI RICEVUTI NELLA REGIONE DI APPARTENENZA**

<b>Provincia</b>	<b>Numero ricorsi</b>	<b>% sul totale dei ricorsi ricevuti nella Regione di appartenenza</b>
Roma	76	86,4%
Milano	68	48,9%
Torino	35	67,3%
Napoli	34	70,8%
Bari	33	54,1%
Bologna	15	16,9%
Palermo	15	32,6%
Firenze	14	25,9%
Parma	14	15,7%
Padova	13	20,6%
Reggio Emilia	13	14,6%
Vicenza	13	20,6%
Genova	12	50,0%
Pavia	12	8,6%
Treviso	12	19,0%
Verona	12	19,0%
Barletta Andria Trani	11	18,0%
Como	11	7,9%
Rimini	11	12,4%

Nel 2025 hanno trovato conferma i dati già registrati negli anni precedenti, relativamente alla tipologia di ricorrenti: difatti, i ricorsi pervenuti sono stati, pressoché integralmente, trasmessi da soggetti persone fisiche (98,3%, a fronte dell'1,7% di persone giuridiche<sup>1</sup>).

### TIPOLOGIA DEI RICORRENTI



<sup>1</sup> Nell'elaborazione di tali dati si è tenuto conto del solo ricorrente principale e non anche dei cointestatori.

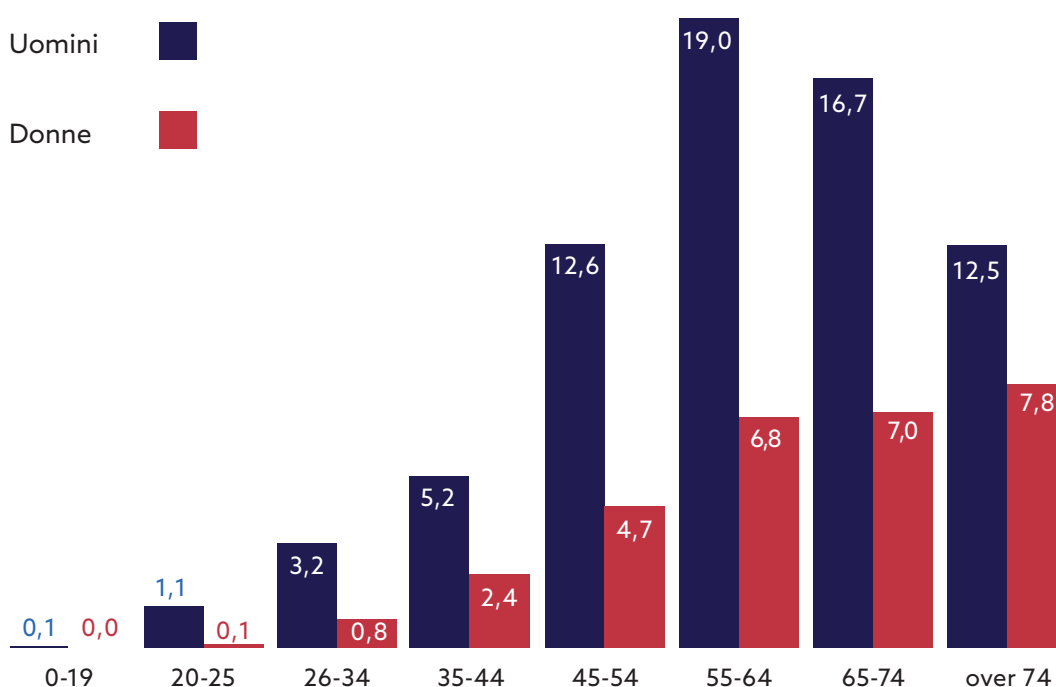
Criticità permangono per quanto riguarda il divario tra i generi.

Il dato 2025, infatti, conferma un trend già chiaramente emerso in precedenza, attestativo di un tuttora rilevante gap di genere, il che non può che ritenersi sintomatico di una gestione della ricchezza in ambito familiare di matrice prevalentemente maschile, pur in presenza di rapporti cointestati.

A fronte dei 760 ricorsi pervenuti nel 2025, 526 sono stati quelli presentati da uomini (69,2%) e solo 221 quelli pervenuti da donne (29,1%).

Significativo e in progressivo aumento il dato relativo ai rapporti cointestati (76,7%) ma questo il più delle volte non si traduce in una effettiva compartecipazione nella gestione dei risparmi di famiglia.

### RICORSI RICEVUTI PER FASCIA DI ETÀ DEI RICORRENTI



Quanto al dato anagrafico, il grafico sopra riportato fornisce evidenza che la maggiore concentrazione dei ricorrenti si registra nelle tre fasce comprese tra i 45 e i 74 anni (45-54, 55-64, 65-74) che rappresentano, nel complesso, il 66,8% del totale, con una prevalenza dei ricorrenti di età compresa tra i 55 e i 64 anni (25,8%).

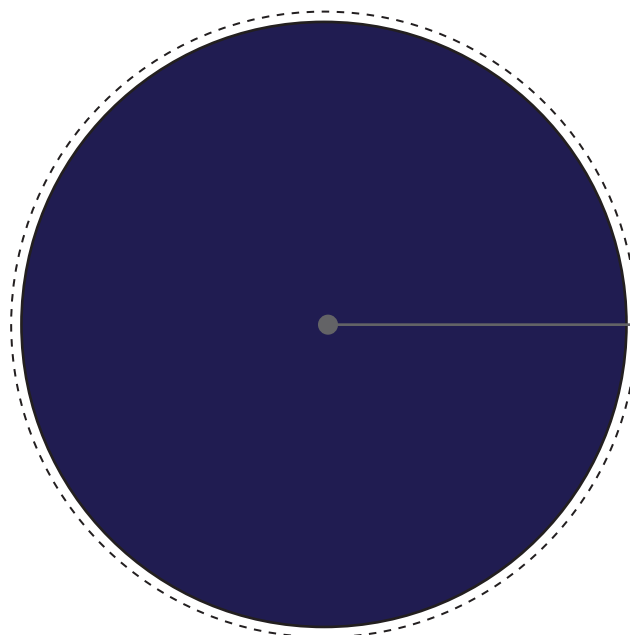
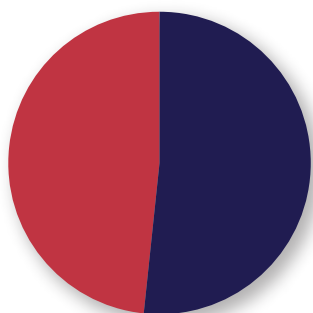
Merita di essere segnalata la percentuale, tutt'altro che marginale, degli over 74, attestatasi anche nel 2025 oltre la soglia del 20%.

Come già si è avuto modo di sottolineare negli anni precedenti, trattasi di dati statistici che mostrano una forte disomogeneità delle condizioni di benessere finanziario tra le varie fasce anagrafiche di cittadini, segnalando l'evidente difficoltà, soprattutto per i più giovani, in una visione di lungo periodo, di destinare parte dei propri introiti ad investimenti di natura finanziaria.

Anche nel 2025 la gran parte dei risparmiatori che si sono rivolti all'ACF (393 su 760 pari al 51,7% del totale) ha optato per l'assistenza di un procuratore.

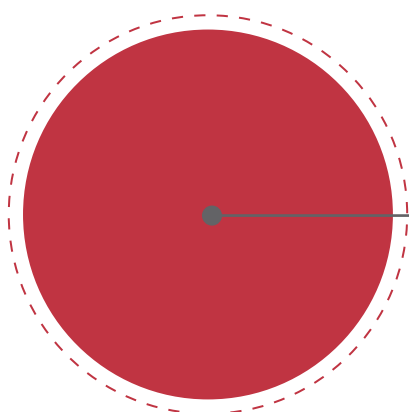
Il dato, pur essendo in calo (68,2% nel 2024), conferma le difficoltà che molti risparmiatori evidentemente incontrano, tuttora, nel farsi difensori di sé stessi.

### RICORSI CON RICORRENTE ASSISTITO DA UN PROCURATORE



51,7%

Con procuratore

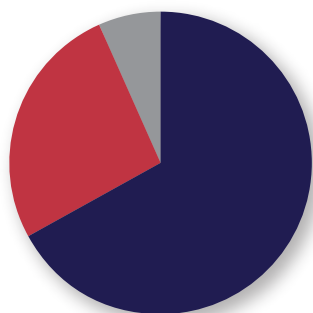


48,3%

Senza procuratore

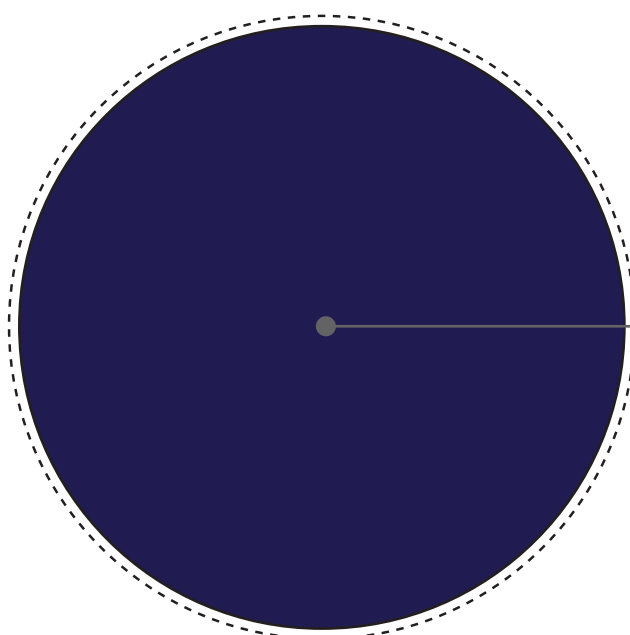
Ove si volesse considerare l'intero periodo di operatività dell'ACF (2017-2025) ne emergerebbe che il 64,8% dei ricorsi è stato presentato mediante l'assistenza di un procuratore (8.100 su 12.495).

## CHI SONO I PROCURATORI



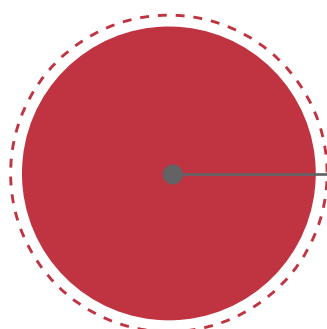
6,4%

Associazioni dei consumatori



67,1%

Avvocato



26,5%

Altro

Per questi casi, i dati del 2025 ribadiscono la tendenza a preferire l'assistenza di un legale (67,1%, in aumento rispetto al 59,4% del 2024).

In lieve incremento rispetto al 2024 il contributo reso dalle associazioni dei consumatori i in fase di presentazione dei ricorsi (6,4% a fronte del 1,2% nel 2024 e del 3,2 nel 2023).

Seppur in apprezzabile aumento, resta l'esigenza di una maggiore e più fattiva presenza delle associazioni, a supporto dei loro associati sul territorio. Il che, come si dirà meglio più avanti, induce a ritenere necessario che si prosegua sulla strada della definizione di iniziative volte a sollecitare una partecipazione più attiva delle associazioni a fianco degli investitori retail, anche solo per renderli meglio edotti delle opportunità di tutela offerte dall'ACF.

In diminuzione, rispetto agli anni scorsi, il monte ricorsi raggruppato sotto la voce "Altro" (26,5% rispetto al 39,4% del 2024), che ricomprende i casi in cui il ricorso è stato presentato con l'assistenza di soggetti diversi da legali e associazioni dei consumatori.

L'alta percentuale di ricorsi "assistiti" conferma quanto già osservato in passato.

La rilevanza economica degli interessi coinvolti, nonché la frequente complessità delle tematiche sottese alle controversie insorte, inducono la gran parte dei ricorrenti a ritenere opportuno – pur in assenza, va ricordato, di un obbligo di assistenza legale dinanzi all'ACF – il contributo qualificato di operatori professionali, al fine di una più migliore rappresentazione delle doglianze addotte, oltre che di una più elevata qualità del contraddittorio in pendenza del procedimento.

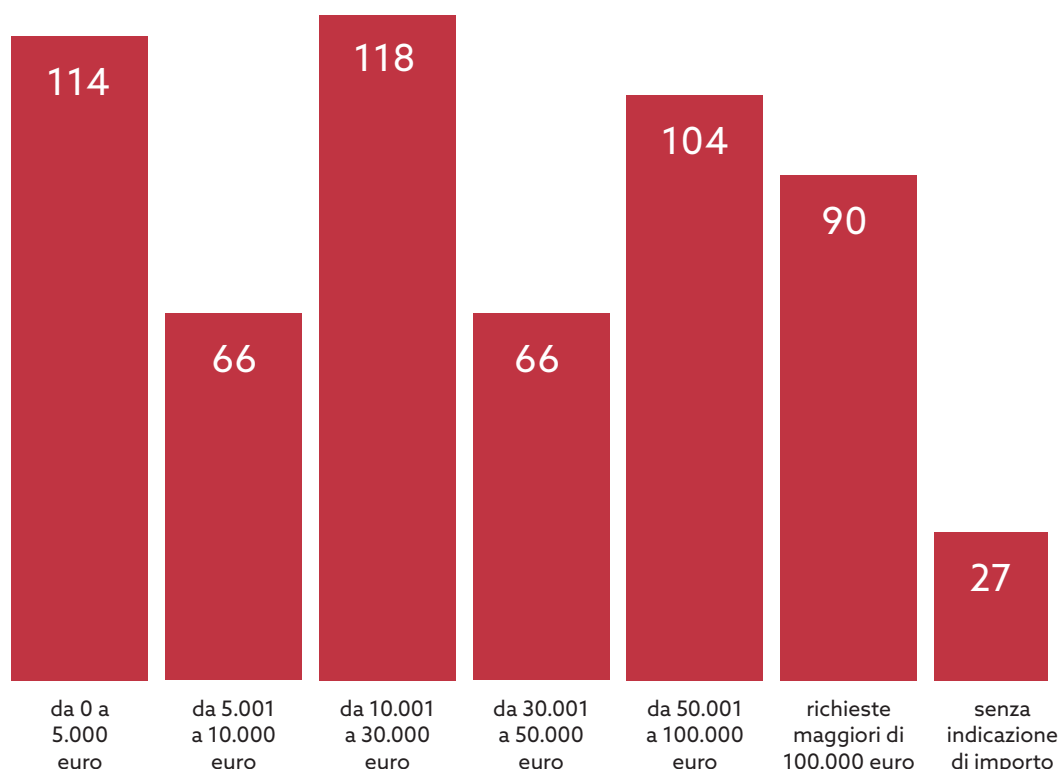
Un ulteriore indice sintomatico della rilevanza degli interessi economici coinvolti nel contenzioso ACF si trae dal controvalore delle richieste di risarcimento avanzate, laddove i ricorsi abbiano superato positivamente il preventivo vaglio di ricevibilità/ammissibilità (585).

Confermando, nella sostanza, i livelli degli anni passati, il controvalore complessivo dei ricorsi presentati nel 2025 è stato, infatti, superiore ai 35 milioni di euro, con una media a ricorso di 60.282,87 euro, seppur in diminuzione rispetto agli omologhi dati dell'anno precedente (55,9 milioni con una media di 71.461,10).

Ove si considerino anche i ricorsi dichiarati inammissibili/irricevibili, l'importo totale richiesto è stato di oltre 39 milioni di euro, con una media a ricorso di 51.649,51 euro. L'importo minimo richiesto è stato pari a 50 euro, quello massimo si è attestato a 500.000 euro, corrispondente al limite di valore entro cui l'ACF è competente.

In 27 casi il *petitum* è consistito nella richiesta di adempimento da parte dell'intermediario di obblighi di "fare" (es. messa a disposizione di documentazione).

## RICORSI RICEVUTI PER VALORE DELLA DOMANDA (solo i 585 ricorsi ammissibili/ricevibili)



I numeri riportati nella tabella di cui sopra mostrano che, nel 15,4% dei casi, l'importo del risarcimento richiesto è stato superiore a 100.000 euro.

Significativa anche la percentuale di ricorsi nei quali la domanda ha avuto ad oggetto un quantum risarcitorio compreso tra i 30.000 e i 100.000 euro, superiore al 29% del totale.

Né può trascurarsi il fatto che oltre il 20% dei ricorsi pervenuti ingloba nel 2025 una richiesta di risarcimento oscillante tra i 10.000 e i 30.000 euro.

## La trattazione dei ricorsi

Come prescritto dall'art. 12 del Regolamento ACF, i ricorsi che pervengono sono preventivamente sottoposti al vaglio di ammissibilità/ricevibilità a cura del Servizio di Segreteria tecnica.

Nel 2025 i ricorsi ricevuti hanno superato il detto vaglio nel 77% dei casi (585 su 760); nel 2024 gli stessi dati erano stati pari all'81,5% (783 su 961), mentre nel 2023 erano stati pari al 75,7% dei casi (729 su 963).

Rispetto agli anni più recenti si continua a registrare, dunque, una percentuale apprezzabile di ricorsi che hanno superato positivamente il vaglio di ammissibilità/ricevibilità.

I ricorsi dichiarati inammissibili sono risultati pari a 175, di cui 122 sono stati dichiarati inammissibili perché la controversia non rientrava nell'ambito di operatività dell'Arbitro (105 nel 2024), 20 ricorsi (22 nel 2024) sono stati dichiarati inam-

missibili perché relativi a fatti accaduti da oltre un decennio rispetto alla proposizione del ricorso, 8 ricorsi (20 nel 2024) sono stati dichiarati irricevibili perché presentati secondo modalità difformi rispetto a quelle indicate dall'art. 11, comma 1 del Regolamento ACF. In 7 casi il ricorso è stato dichiarato irricevibile a causa del mancato inoltro del preventivo reclamo all'intermediario.

Risultano residuali – compresi tra 1 e 5 – i ricorsi dichiarati inammissibili/irricevibili per le altre ipotesi previste a livello regolamentare.

## RICORSI DICHIARATI INAMMISSIBILI/IRRICEVIBILI

Inammissibilità/Irricevibilità	N. totale	% sul totale dei ricorsi ricevuti
<b>Dichiarazioni di Inammissibilità</b>	<b>156</b>	<b>20,5%</b>
Il ricorso non contiene la determinazione della cosa oggetto della domanda e la esposizione dei fatti (indeterminatezza)	5	0,7%
La controversia attiene a fatti accaduti da oltre un decennio rispetto alla proposizione del ricorso	20	2,5%
La controversia non rientra nell'ambito di operatività dell'Arbitro	122	16,1%
La qualifica di intermediario, ai sensi dell'art. 2, co. 1, lett. h), non sussiste al momento della presentazione del ricorso	5	0,7%
L'Intermediario non è legittimato passivo nella controversia	4	0,5%
<b>Dichiarazioni di Irricevibilità:</b>	<b>19</b>	<b>2,5%</b>
Il ricorso non è stato proposto secondo le modalità indicate dall'art. 11, comma 1, del regolamento ACF	8	1,1%
L'Arbitro si è già pronunciato con decisione di merito	2	0,3%
Non è stato presentato reclamo all'intermediario	7	0,9%
Sono trascorsi meno di 60 gg. dalla presentazione del reclamo e l'intermediario non ha ancora fornito risposta	1	0,1%
Sono pendenti altre procedure di risoluzione extragiudiziale delle controversie	1	0,1%

Le dichiarazioni di estinzione del procedimento, su istanza di parte, assunte dal Presidente nel corso del 2025 sono state 172 (179 nel 2024, 124 nel 2023).

In valori percentuali, il trend è positivamente in rialzo, il che fornisce evidenza che la presentazione del ricorso all'ACF può creare le condizioni, prima e a prescindere da un pronunciamento di merito del Collegio, per rimuovere volontariamente tra le parti i motivi del conflitto insorto. Ad ogni modo, il totale dei ricorsi estinti anticipatamente, dall'avvio dell'operatività dell'ACF e sino al 31 dicembre 2025, è stato pari a 1.521.

## Tipologia e classificazione dei ricorsi

I ricorsi ricevuti nel 2025 hanno prevalentemente riguardato, in linea con quanto registratosi negli anni precedenti, la prestazione del servizio di consulenza e del servizio di esecuzione di ordini per conto dei clienti: apprezzabile, seppur in lieve riduzione rispetto all'anno precedente, la percentuale relativa ai ricorsi che hanno riguardato la prestazione del servizio di collocamento (13,8% a fronte del 16,7% del 2024 e del 7,3% del 2023). In aumento risultano i ricorsi che hanno riguardato la prestazione dei servizi accessori di amministrazione e custodia titoli, nonché la distribuzione di prodotti di investimento assicurativi passati dal complessivo 10,5% del 2024 al 16,1% del 2025.

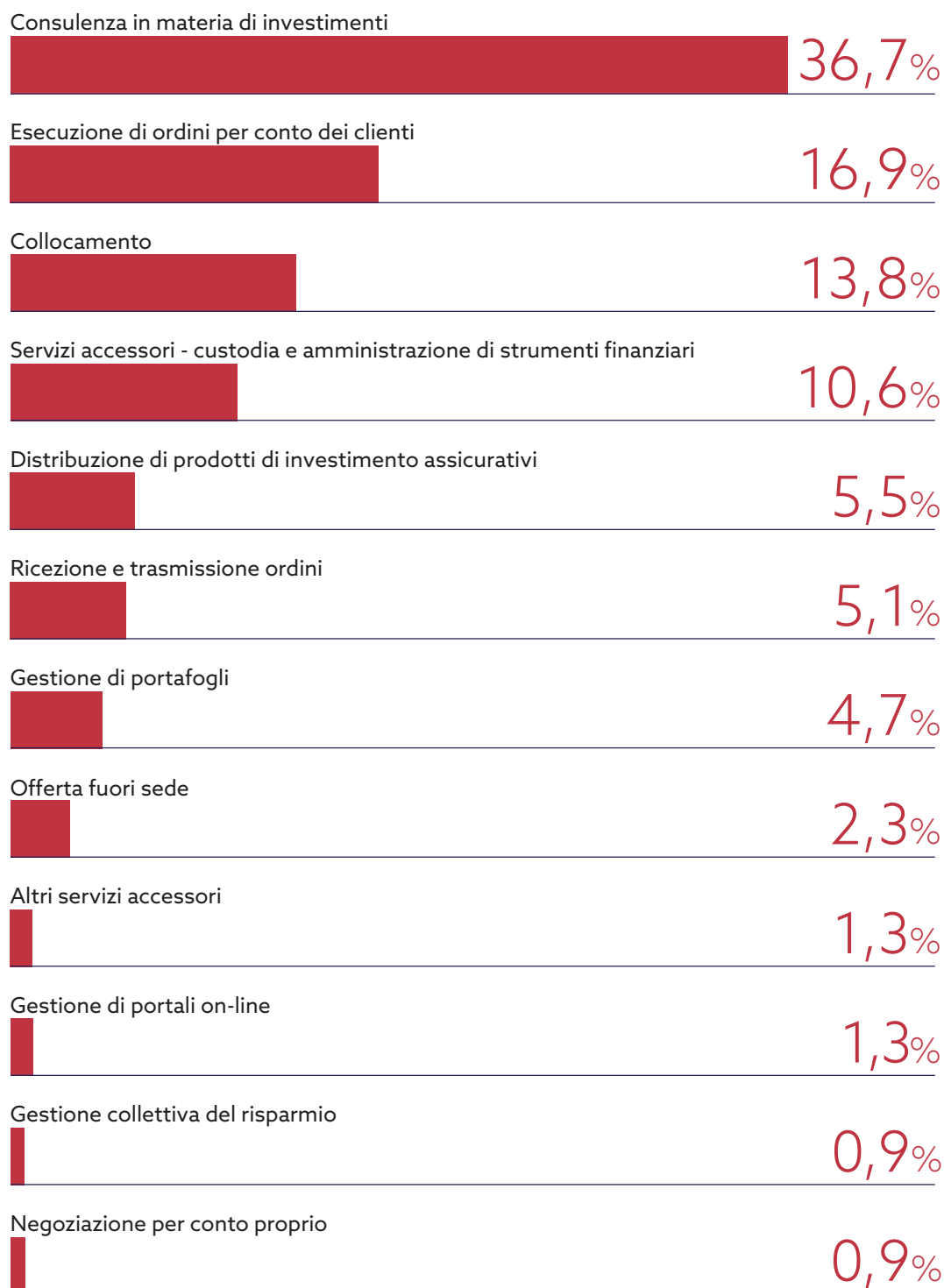
A questo proposito, appare utile precisare che la classificazione dei ricorsi sotto riportata è fondata sulla "prospettazione" dell'oggetto della controversia contenuta nel ricorso introduttivo; ne discende che l'alta percentuale di ricorsi riguardanti il servizio di consulenza (36,7%) trova giustificazione nel fatto che, tendenzialmente, i ricorrenti conducono qualunque contatto con l'intermediario alla prestazione del servizio di consulenza, sebbene questo servizio non risulti, poi, sempre effettivamente contrattualizzato.

Il dettaglio analitico delle doglianze rappresentate nei ricorsi evidenzia che esse sono, per lo più, riconducibili a criticità legate al set informativo messo a disposizione della clientela e a carenze di tipo comportamentale addebitate agli intermediari, soprattutto con riguardo alla fase precontrattuale.

Va rilevato che, per effetto del trasferimento dell'operatività di molti investitori *retail* su piattaforme telematiche (*trading online*), anche nel 2025, come lo scorso anno, si è assistito ad un apprezzabile incremento delle controversie indotte da specifiche e significative fasi dell'operatività da remoto, che hanno riguardato, in particolare, la messa a disposizione del set informativo preventivo (in particolare, la scheda prodotto degli strumenti finanziari) e la modalità di profilatura del cliente, oramai sempre più spesso effettuata tramite l'utilizzo di algoritmi e senza un contatto *one-to-one* con il cliente.

A suo modo caratterizzato da un qualche elemento di significatività è, inoltre, il dato delle controversie insorte nei confronti di gestori di portali di *crowdfunding* (che, pur pari solo all'1,3% del totale, si presenta comunque in apprezzabile incremento percentuale rispetto all'omologo dato 2024, che era stato pari allo 0,3%).

## CLASSIFICAZIONE DEI RICORSI PER OGGETTO DELLA CONTROVERSIA\*



\* (dati percentuali su 528 ricorsi. Il numero di tali ricorsi è inferiore ai 585 che hanno superato il vaglio di ammissibilità e ricevibilità in quanto in alcuni casi i ricorrenti hanno rinunciato al ricorso prima che lo stesso fosse trasmesso all'intermediario coinvolto e sono stati dichiarati estinti. In tali casi il ricorso non è stato classificato)

Principali oggetti analitici delle controversie	Numero totale	% sul totale dei ricorsi ammissibili-ricevibili
<b>Consulenza in materia di investimenti:</b>		<b>36,7%</b>
Corretto, trasparente ed efficiente svolgimento dei servizi e delle attività [21TUF]	181	34,4%
Altro [Valutazione di adeguatezza, Informazioni e comunicazioni promozionali]	11	2,1%
Informazioni e comunicazioni promozionali[21TUF]	1	0,2%
<b>Esecuzioni di ordini per conto dei clienti:</b>		<b>16,9%</b>
Corretto, trasparente ed efficiente svolgimento dei servizi e delle attività [21TUF]	83	15,7%
Altro [Informazioni e comunicazioni promozionali, Contratti, Valutazione di appropriatezza]	3	0,6%
Valutazione di appropriatezza [41-42RI]	2	0,4%
Contratti[23TUF]	1	0,2%
<b>Collocamento:</b>		<b>13,8%</b>
Corretto, trasparente ed efficiente svolgimento dei servizi e delle attività [21TUF]	72	13,6%
Informazioni e comunicazioni promozionali[21TUF]	1	0,2%
<b>Servizi accessori - Custodia e amministrazione di strumenti finanziari:</b>		<b>10,6%</b>
Corretto, trasparente ed efficiente svolgimento dei servizi e delle attività[21TUF]	50	9,5%
Informazioni e comunicazioni promozionali[21TUF]	6	1,1%
<b>Distribuzione di prodotti di investimento assicurativi</b>		<b>5,5%</b>
Corretto, trasparente ed efficiente svolgimento dei servizi e delle attività [21TUF]	29	5,5%
<b>Ricezione e trasmissione di ordini</b>		<b>5,1%</b>
Corretto, trasparente ed efficiente svolgimento dei servizi e delle attività [21TUF]	25	4,7%
Conflitti di interesse[21TUF]	1	0,2%
Informazioni e comunicazioni promozionali[21TUF]	1	0,2%
<b>Gestione di portafogli:</b>		<b>4,7%</b>
Corretto, trasparente ed efficiente svolgimento dei servizi e delle attività [21TUF]	24	4,5%
Informazioni e comunicazioni promozionali[21TUF]	1	0,2%
<b>Altri servizi di investimento</b> [Altri servizi accessori, Negoziazione per conto proprio, Gestione di portali on-line, Offerta fuori sede, ecc..]	<b>36</b>	<b>6,7%</b>

## Intermediari coinvolti

### INTERMEDIARI COINVOLTI NEI RICORSI

Tipologia intermediario	Numero totale ricorsi ricevuti nel 2025 e trasmessi agli Intermediari*	Singoli intermediari coinvolti
Banche autorizzate alla prestazione dei servizi di investimento	485	65
SGR autorizzate alla prestazione del servizio di gestione individuale	15	6
Fornitori di Servizi di Crowdfunding	7	5
SIM e fiduciarie iscritte all'albo	12	4
Imprese di investimento comunitarie con succursale in Italia	7	2
Imprese di paesi terzi diverse dalle Banche autorizzate da Consob ad operare in Italia mediante stabilimento di succursale	1	1

\* Il numero di tali ricorsi è inferiore ai 585 che hanno superato il vaglio di ammissibilità e ricevibilità in quanto in alcuni casi i ricorrenti hanno rinunciato al ricorso prima che lo stesso fosse trasmesso all'intermediario coinvolto.

Gli intermediari coinvolti nei procedimenti avviati dinanzi all'ACF nel corso del 2025 sono stati, in tutto, 84 (rispetto ai 71 del 2024), tra cui in misura prevalente intermediari bancari (65). In particolare, come emerge dalla tabella "Ricorsi per intermediario e incidenza sul totale" (sub Appendice statistica), i primi 16 intermediari destinatari di ricorsi (da 9 a 48) sono rappresentati da soggetti bancari. I ricorsi presentati nei loro confronti superano il 70% del totale dei ricorsi ricevuti nel 2025. Il restante numero di ricorsi risulta fortemente diluito - in percentuali comprese tra 1,5% e 0,2% - tra gli altri 68 intermediari coinvolti.

Sono 255, in tutto, gli intermediari destinatari di almeno un ricorso da gennaio 2017 ad oggi, a fronte di 1.305 intermediari autorizzati alla prestazione di servizi d'investimento aderenti al sistema ACF alla data del 31 dicembre 2025.

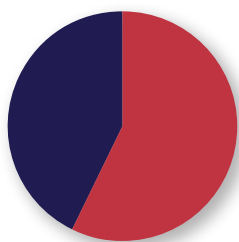
## Ricorsi decisi

Il Collegio ha tenuto 45 riunioni nel corso del 2025, adottando 522 decisioni, di cui il 57,3% di rigetto (299) e il 42,7% di accoglimento (223).

Nell'intero periodo 2017-2025 il Collegio ha adottato complessivamente 8.207 decisioni, di cui il 61,6% di accoglimento (5.054) e il 38,4% di ricorsi rigettati (3.153).

### ESITO DEI RICORSI DECISI NEL MERITO

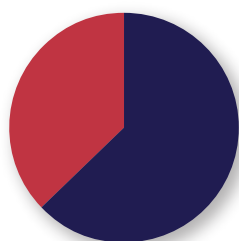
2025



57,3%  
(Ricorsi rigettati)

42,7%  
(Ricorsi accolti)

2017-2025



38,4%  
(Ricorsi rigettati)

61,6%  
(Ricorsi accolti)

## I risarcimenti riconosciuti e gli adempimenti

Il valore complessivo dei risarcimenti riconosciuti a favore dei risparmiatori è stato pari nel 2025 a oltre 7,6 milioni di euro (circa 9,4 milioni di euro nel 2024).

Sale, così, a oltre 172,8 milioni il totale dei risarcimenti riconosciuti dal 2017 ad oggi, con una media *pro-capite* pari a oltre 34.000 euro.

### RISARCIMENTI RICONOSCIUTI

Anno	Risarcimenti riconosciuti (€)
2025	7.619.895,63 (media 34.169,94)
2024	9.407.036,24 (media 27.831,47)
2023	13.288.054,73
2022	18.953.832,10
2021	39.171.361,96
2020	28.490.607,08
2019	15.777.969,69
2018	34.974.325,13
2017	5.164.999,53
<b>Totale 2017-2025</b>	<b>172.848.082,09</b> <b>(media 34.202,36)</b>

La Tabella sottostante evidenzia il rapporto tra gli importi richiesti dai ricorrenti e quelli riconosciuti dal Collegio. Ne emerge che il *petitum* complessivamente richiesto nei ricorsi, oggetto di accoglimento, è di 15.950.860,42 euro: a fronte di ciò, il Collegio, come detto, ha complessivamente riconosciuto rimborsi per un importo totale di 7.619.895,63 euro, pari al 47,8% del *petitum*.

Un'analisi di maggiore dettaglio relativamente ai ricorsi decisi pone a confronto gli esiti dei ricorsi presentati con l'assistenza di un procuratore (397) con quelli dei ricorsi presentati personalmente dai ricorrenti (212). Se ne trae che, nel caso di ricorsi assistiti da procuratore, la percentuale di accoglimento è stata pari al 46,6% (185) mentre, nel caso di ricorsi senza procuratore, essa è risultata del 30,4% (38).

## DETTAGLIO ESITO RICORSI CON PRESENZA DI UN PROCURATORE

	totale	% sul totale delle decisioni	Importo medio richiesto (€)	Importo medio deciso (€)	Rapporto % Importo medio deciso/richiesto
Ricorsi con presenza di un procuratore	397	76,1%			
Ricorsi accolti	185	46,6%	77.177	38.354	49,7%
Ricorsi rigettati	212	53,4%			
Ricorsi senza procuratore	125	23,9%			
Ricorsi accolti	38	30,4%	44.028	13.796	31,3%
Ricorsi rigettati	87	69,6%			

Quanto al rapporto tra gli importi medi riconosciuti dal Collegio e quelli richiesti dai ricorrenti, la percentuale è stata del 49,7% nei ricorsi presentati con l'assistenza del procuratore e del 31,3% nei ricorsi presentati personalmente dai ricorrenti.

## DETTAGLIO DEGLI IMPORTI RICHIESTI DAI RICORRENTI E DI QUELLI RICONOSCIUTI DAL COLLEGIO (dati elaborati sui 522 ricorsi decisi nel merito)

	Valore Totale (€)	Valore Medio (€)	Valore Minimo (€)	Valore Massimo (€)
Richieste dei ricorrenti (sul totale dei ricorsi accolti e rigettati)	38.719.741	74.175	1	500.000
Solo per ricorsi accolti	15.950.860	71.528	291	500.000
Decisioni assunte dal Collegio (solo ricorsi accolti)	7.619.895	34.169	101	266.406

L'importo più basso riconosciuto è stato di 101,50 euro mentre l'importo più alto registratosi nel corso del 2025 è stato di 266.406,40 euro.

Il tasso di adempimento delle decisioni dell'Arbitro è rimasto apprezzabilmente elevato anche lo scorso anno (94% dei casi), il che risulta attestativo del grado di efficacia dello strumento.

Di seguito i 20 maggiori risarcimenti eseguiti dagli intermediari nel corso del periodo 2017-2025.

## RISARCIMENTI RICONOSCIUTI

Anno decisione	Importo corrisposto (€)
2021	500.000,00
2021	425.543,95
2023	384.439,26
2023	375.859,92
2019	349.710,94
2025	268.245,70
2022	261.298,22
2021	259.953,72
2023	258.887,38
2025	249.474,40
2024	243.493,87
2019	240.150,62
2019	239.675,52
2022	230.330,46
2019	223.218,78
2024	218.824,34
2022	210.000,00
2025	207.696,07
2023	207.269,40
2020	200.000,00

Meritano, inoltre, di essere segnalate, anche quest'anno, numerose decisioni favorevoli ai risparmiatori di valore economico piuttosto significativo, oscillante tra i 44.000 e i 268.245 euro, risultate regolarmente eseguite dagli intermediari di volta in volta soccombenti.

## La durata dei procedimenti

La durata media dei procedimenti, che hanno portato alle 522 decisioni, è stata di 237 giorni nel 2025, leggermente inferiore rispetto allo stesso dato riferito al 2024 (241 giorni) ma significativamente più contenuto rispetto agli anni precedenti (nel 2023 319 giorni e nel 2022 348 giorni); ciò, a fronte di un tempo *standard* quantificabile in 180 giorni.

## La collaborazione con l'Arbitro Bancario Finanziario

Anche nel corso del 2025 è proficuamente proseguita l'attività di coordinamento e di scambio informativo con l'Arbitro Bancario Finanziario, operativo presso la Banca d'Italia, in attuazione del Protocollo d'Intesa stipulato il 19 marzo 2020, rinnovato dalla Consob e dalla Banca d'Italia nel 2025

In tale ambito, è proseguita l'attività della *Task force* specificatamente istituita con l'obiettivo di predisporre uno studio di fattibilità per la progettazione di

un'infrastruttura tecnica di raccordo tra i due ADR, allo scopo di individuare soluzioni che possano meglio agevolare il ricorso della clientela bancaria e finanziaria ai rispettivi sistemi di risoluzione stragiudiziale delle controversie.

## La collaborazione con gli ADR internazionali

Sul piano della attività internazionale, nel corso del 2025 è proseguita la collaborazione dell'Arbitro con gli altri organismi ADR partecipanti al Fin-Net, la rete europea di cooperazione tra gli organismi ADR del settore bancario, finanziario e assicurativo degli Stati membri dell'Unione europea.

Nel corso dell'anno si sono svolte due riunioni, nell'ambito delle quali, tra l'altro, sono state condivise *best practices* tra i soggetti aderenti.

## Il confronto con gli stakeholders

Nel contesto delle iniziative volte a realizzare momenti di confronto e di carattere sistematico con gli *stakeholders*, a decorrere dal 2023 è stato, come noto, costituito un apposito Tavolo, a cui sono state chiamate a partecipare attivamente le associazioni di categoria degli intermediari e dei consumatori, con l'obiettivo di promuovere scambi informativi e forme di collaborazione su tematiche di reciproco interesse, in modo da favorire il processo di allineamento delle prassi operative degli intermediari alla "giurisprudenza" ACF, nella prospettiva di apportare miglioramenti nelle dinamiche relazionali con i clienti, così da contenere anche i casi di possibili contenziosi, oltre che per realizzare iniziative formative e informative a favore dei risparmiatori.

In tale ambito, è stato avviato nel 2024 un progetto formativo specifico, rivolto ad accrescere il grado di conoscenza dello strumento ACF e rendere contribuiti informativi con riguardo alle corrette modalità di redazione e di presentazione dei ricorsi da parte degli operatori delle associazioni dei consumatori.

Nel corso del 2025 si è dato seguito al progetto, organizzando quattro incontri con i rappresentanti delle principali associazioni dei consumatori, durante i quali sono stati presentati otto moduli formativi *ad hoc*, rivolti al personale delle associazioni chiamato ad interfacciarsi con i loro associati.

## Tavolo di coordinamento degli ADR nazionali

Nel 2025, nell'ambito del tavolo di coordinamento degli ADR nazionali presso il Ministero delle Imprese e del Made in Italy (MIMIT), sono stati avviati i lavori per la definizione di una campagna informativa destinata a cittadini e consumatori, volta a migliorare il grado di consapevolezza e a favorire un sempre maggiore utilizzo degli strumenti ADR, tuttora poco conosciuti da larghi strati della popolazione. Ad esito degli incontri tenutisi presso il Ministero, è stata definita la campagna pubblicitaria che sarà avviata nel corso del 2026.

\*\*\*

Continuano, inoltre, a rappresentare obiettivi prioritari dell'ACF, da un lato, la promozione di iniziative di educazione finanziaria per favorire una maggiore consapevolezza da parte dei risparmiatori, oltre che un più elevato livello di re-

sponsabilizzazione nei rapporti con gli intermediari; dall'altro, il potenziamento della piattaforma per la presentazione e la gestione *on line* dei ricorsi e del sito istituzionale, attraverso la realizzazione di progetti di innovazione tecnologica, finalizzati a migliorare l'accessibilità da parte dei ricorrenti e facilitare l'individuazione delle decisioni da parte della generalità degli utenti.

A tal riguardo, nel 2025 è stato dato avvio al progetto di evoluzione tecnologica e di migrazione al *cloud* degli applicativi informatici in uso per la presentazione e la gestione dei ricorsi, oltretutto del sito internet dell'ACF. Tali attività proseguiranno nel corrente anno con l'analisi e la progettazione di strumenti di intelligenza artificiale da realizzare a supporto dell'analisi delle controversie e del processo decisionale del Collegio arbitrale.



## **2. I PRICIPALI ORIENTAMENTI DEL 2025**



# INDICE DEI PRINCIPALI ORIENTAMENTI 2025

<b>1. LE QUESTIONI DI RITO</b> .....	39
<b>LA RICEVIBILITÀ E AMMISSIBILITÀ DEGLI ATTI</b> .....	39
Ricorso presentato congiuntamente da più soggetti .....	39
Pendenza di altre procedure di risoluzione stragiudiziale.....	39
Precedente pronuncia di merito dell'ACF sui medesimi fatti .....	39
Determinatezza dell'oggetto della domanda .....	40
<b>LA COMPETENZA DELL'ACF</b> .....	40
Le controversie aventi ad oggetto polizze di ramo IV .....	40
Le controversie relative alla carenza informativa preventiva circa la dismissione del servizio di <i>trading online</i> .....	41
Le controversie che coinvolgono contratti di finanziamento .....	41
Le controversie riguardanti l'opzione di affrancamento prevista dalla Legge Bilancio 2023.....	41
<b>LA LEGITTIMAZIONE ATTIVA</b> .....	42
La legittimazione attiva nelle controversie aventi ad oggetto investimenti sottoscritti a favore di un <i>trust</i> .....	42
La legittimazione attiva di una società fiduciaria in caso di mancata liquidazione di una gestione patrimoniale .....	42
<b>LA LEGITTIMAZIONE PASSIVA</b> .....	43
La legittimazione passiva nelle controversie aventi ad oggetto il trasferimento titoli .....	43
La legittimazione passiva nelle controversie riguardanti inadempimenti nella fase genetica di investimenti successivamente trasferiti presso altro intermediario.....	43
La legittimazione passiva nelle controversie riguardanti l'obbligo di comunicazione delle perdite ex art. 26 del Regolamento IVASS n. 41/2018 .....	44

La legittimazione passiva nelle controversie aventi ad oggetto la consegna di documentazione relativa a prodotti di investimento assicurativi.....	44
La legittimazione passiva nelle controversie promosse dal legatario .....	45
<b>2. I CONFINI DEL POTERE COGNITIVO DELL'ACF .....</b>	<b>46</b>
Il potere dell'Arbitro di pronunciarsi su domande di natura non patrimoniale.....	46
<b>3. L'ISTRUZIONE PROBATORIA.....</b>	<b>48</b>
<b>I MEZZI DI PROVA .....</b>	<b>48</b>
Perizie grafologiche .....	48
Audizione personale della parte .....	48
<b>4. LE QUESTIONI DI MERITO .....</b>	<b>49</b>
<b>LA CLASSIFICAZIONE DELLA CLIENTELA.....</b>	<b>49</b>
Revisione della classificazione della clientela.....	49
<b>GLI OBBLIGHI DI INFORMAZIONE ATTIVA .....</b>	<b>49</b>
Responsabilità dell'intermediario in presenza di informazioni non corrette e fuorvianti .....	49
Gli obblighi informativi nella distribuzione di prodotti d'investimento assicurativi multi-opzione .....	50
<b>GLI OBBLIGHI DI INFORMAZIONE PASSIVA E LA VALUTAZIONE DI ADEGUATEZZA.....</b>	<b>51</b>
La profilatura della clientela.....	51
La verifica di adeguatezza .....	53
Verifica di adeguatezza e regole di <i>product governance</i> .....	54
La <i>execution only</i> .....	54
Le pratiche di vendita abbinata .....	55
<b>I SINGOLI SERVIZI E ATTIVITÀ DI INVESTIMENTO .....</b>	<b>55</b>
La consulenza in materia di investimenti .....	55
La gestione individuale di portafoglio .....	55
I servizi di investimento c.d. esecutivi .....	56

Il servizio accessorio di custodia e amministrazione di strumenti finanziari .....	57
<b>IL DANNO RISARCIBILE</b> .....	58
Il nesso di causalità e il concorso di colpa .....	58
La liquidazione del danno .....	59
<b>NULLITÀ DEL CONTRATTO QUADRO E DELLE SINGOLE OPERAZIONI DI INVESTIMENTO</b> .....	60
Ratifica tramite sottoscrizione successiva degli ordini .....	60
Vendite non autorizzate in caso di esercizio del diritto di <i>squeeze-out</i> .....	60



# 1. LE QUESTIONI DI RITO

## La ricevibilità e l'ammissibilità degli atti

### Ricorso presentato congiuntamente da più soggetti

#### Decisione 8112

Nel corso del 2025, l'Arbitro ha avuto nuovamente modo di valutare le sorti di un ricorso presentato cumulativamente da più soggetti titolari di distinti rapporti giuridici alla luce della previsione di cui all'art. 10, comma 1, del Regolamento ACF secondo cui "più soggetti possono presentare il ricorso congiuntamente solo se titolari del medesimo rapporto controverso".

Nella fattispecie, due ricorrenti avevano dedotto in lite una serie di investimenti in fondi (alcuni dei quali intestati singolarmente a ciascuno di essi) e in polizze (una delle quali intestata al solo ricorrente e le altre alla sola ricorrente). In tale contesto, l'ACF ha ritenuto che gli investimenti per cui i ricorrenti potevano presentare congiuntamente ricorso fossero solo quelli nei fondi comuni di investimento allocati nel *dossier* cointestato ad entrambi, mentre il ricorso doveva ritenersi irricevibile con riferimento alle polizze e ai fondi a loro singolarmente intestati.

*Parziale irricevibilità di ricorsi presentati congiuntamente da più ricorrenti per polizze e fondi singolarmente intestati*

**Dec. 8112 del 16.07.2025**

### Pendenza di altre procedure di risoluzione stragiudiziale

#### Decisione 7952

Un caso pervenuto alla cognizione dell'Arbitro nel corso dell'anno ha costituito l'occasione per fornire chiarimenti in ordine alla condizione di ricevibilità di cui all'articolo 10, comma 2, lett. a), del Regolamento ACF, laddove prescrive che non può essere presentato ricorso in pendenza di altre procedure di risoluzione extragiudiziale delle controversie.

In proposito, il Collegio ha puntualizzato che la pendenza di altro ricorso davanti all'ACF, presentato sui medesimi fatti ma nei confronti di un diverso intermediario, non integra un'ipotesi di irricevibilità ai sensi della richiamata disposizione del Regolamento ACF, in quanto, nonostante l'identità degli accadimenti, le controversie divergono, in tale caso, sotto il profilo soggettivo, difettando, quindi, dell'identità soggettiva necessaria per ritenere che i due procedimenti abbiano ad oggetto i "medesimi fatti".

*Ricevibilità del ricorso avente ad oggetto i "medesimi fatti" di altro ricorso pendente avanti l'ACF, ma presentato nei confronti di un diverso intermediario*

**Dec. 7952 del 10.04.2025**

### Precedente pronuncia di merito dell'ACF sui medesimi fatti

#### Decisione 8035

Nel corso dell'anno, l'Arbitro è stato chiamato ad esprimersi anche sulla portata dell'art. 10, comma 2, lett. b-bis), del Regolamento ACF, secondo cui il ricorso può essere proposto quando, sui medesimi fatti oggetto dello stesso, "l'Arbitro non si è già pronunciato con decisione di merito".

Al riguardo, il Collegio ha affermato che, in presenza di un precedente ricorso su cui l'ACF si è già pronunciato con decisione di merito pervenendo all'accertamento della responsabilità dell'intermediario e riconoscendo in favore del ricorrente il risarcimento del danno (poi effettivamente corrisposto dall'intermediario), il medesimo ricorrente non può riproporre - a distanza di tempo - un nuovo ricorso avente ad oggetto la stessa operatività, ancorché fondato su ulteriori motivi di doglianza. Ad avviso dell'Arbitro, infatti, è irricevibile, ai sensi della previsione regolamentare sopra richiamata, il ricorso con cui viene sottoposta alla cognizione dell'ACF una vicenda già scrutinata, per dolersi di fatti che ben avrebbero potuto essere dedotti fin dal primo ricorso.

*Irricevibilità del ricorso con cui viene nuovamente sottoposta alla cognizione dell'ACF una vicenda già scrutinata nel merito, per articolare doglianze ulteriori che ben avrebbero potuto essere dedotte già con il primo ricorso.*

**Dec. 8035 del 30.05.2025**

## Determinatezza dell'oggetto della domanda

### Decisione 7972

Costituisce consolidato orientamento del Collegio quello secondo cui il ricorrente deve individuare in modo puntuale le operazioni di investimento cui si riferiscono le contestazioni mosse, dovendosi ritenere inammissibile un ricorso relativo ad una pluralità indeterminata di operazioni ovvero avente ad oggetto genericamente i medesimi inadempimenti relativi a plurimi investimenti compiuti in un prolungato arco temporale.

*Inammissibilità del ricorso, per indeterminatezza del suo oggetto, quando il ricorrente procede ad individuare le operazioni contestate solo in sede di deduzioni integrative, così pregiudicando il diritto di difesa dell'intermediario*

**Dec. 7972 del 28.04.2025**

Nel solco di tale orientamento, l'Arbitro ha ritenuto inammissibile, per indeterminatezza dell'oggetto della domanda, un ricorso in cui il ricorrente aveva riferito le proprie contestazioni non alle singole operazioni, ma al complesso indistinto dell'operatività posta in essere e, benché richiesto dalla Segreteria Tecnica sin dall'avvio del procedimento, aveva allegato la tabella delle operazioni contestate solo in sede di deduzioni integrative. Secondo l'Arbitro, tale comportamento aveva pregiudicato il diritto di difesa dell'intermediario, il quale aveva avuto a disposizione solo il più breve termine previsto per il deposito delle memorie finali (15 giorni) per tentare di replicare nel merito a contestazioni che riguardavano, nel caso di specie, oltre mille operazioni.

## La competenza dell'ACF

### Le controversie aventi ad oggetto polizze di ramo IV

#### Decisione 8274

Con riferimento alla propria competenza per materia, il Collegio ha precisato che esulano dalla sua cognizione le controversie concernenti prodotti assicurativi di ramo IV (nella fattispecie, un'assicurazione per malattia o invalidità grave dovuta a malattia o a infortunio). Tale tipologia di polizze, infatti, non è riconducibile né alla nozione di strumento finanziario per cui l'art. 1, comma 2, del TUF rimanda all'elenco tassativo riportato nella Sezione C dell'Allegato I (nel quale non sono, appunto, ricomprese le tipologie di polizze come quella in lite), né alla nozione di prodotto di investimento assicurativo, considerato che l'art. 1, comma 2, lett. w-bis.3), del TUF esclude che le polizze infortuni o sanitarie possano essere qualificate come prodotti di investimento assicurativo.

*Incompetenza dell'ACF a conoscere delle controversie riguardanti polizze di ramo IV (assicurazioni su malattia e invalidità)*

**Dec. 8274 del 28.11.2025**

## Le controversie relative alla carenza informativa preventiva circa la dismissione del servizio di *trading online*

### Decisione 7875

Nel corso dell'anno, il Collegio ha affermato la propria competenza riguardo a una controversia relativa alla carenza informativa preventiva resa dall'intermediario al cliente circa l'imminente dismissione del servizio di *trading online* e il conseguente venir meno delle più favorevoli condizioni economiche correlate all'utilizzo di un tale servizio.

Al riguardo, l'Arbitro ha evidenziato che, in queste ipotesi, la competenza dell'ACF risiede nel fatto che l'informativa asseritamente omessa riguarda proprio una delle modalità attraverso cui l'intermediario presta al cliente alcuni servizi di investimento.

*Competenza dell'ACF a conoscere delle controversie riguardanti l'informativa sulla dismissione del servizio di trading online*

**Dec. 7875 del 24.02.2025**

## Le controversie che coinvolgono contratti di finanziamento

### Decisioni 7937 8174

Anche nel corso del 2025 il Collegio è tornato a precisare i confini della propria competenza rispetto alle attività di natura bancaria vagliando alcuni casi in cui venivano mosse contestazioni relativamente a finanziamenti, sul presupposto di un loro collegamento negoziale con la sottoscrizione di prodotti finanziari.

L'Arbitro ha chiarito di essere competente a conoscere di un contratto di finanziamento solo se qualificabile come servizio accessorio, in quanto erogato allo scopo di sottoscrivere un prodotto finanziario, oppure laddove sussista un intimo collegamento negoziale tra il contratto bancario e quello di investimento, come quando la sottoscrizione dell'uno rappresenta il presupposto per la conclusione dell'altro. Al riguardo, l'ACF ha specificato che il rapporto di accessorietà - che consente di attrarre alla propria competenza la cognizione di un contratto di natura tipicamente bancaria - non ricorre per il solo fatto che il finanziamento venga suggerito dall'intermediario in alternativa al disinvestimento di titoli e che i prodotti sottoscritti vengano posti a pegno del finanziamento.

*Competenza dell'ACF a conoscere delle controversie concernenti contratti di finanziamento solo se qualificabili come servizio accessorio d'investimento o strettamente collegati alla realizzazione di operazioni d'investimento*

**Dec. 7937 dell'8.04.2025 e 8174 del 18.09.2025**

## Le controversie riguardanti l'opzione di affrancamento prevista dalla Legge Bilancio 2023

### Decisioni 8042 8047

L'Arbitro ha affermato la propria incompetenza con riguardo ad alcune peculiari controversie in cui veniva contestato all'intermediario di non aver consentito ai ricorrenti di avvalersi dell'opzione di affrancamento prevista dalla Legge di Bilancio 2023.

Tale normativa concedeva ai titolari di investimenti in OICR di scegliere, mediante apposita comunicazione all'intermediario depositario, di assoggettare a imposta sostitutiva delle imposte sui redditi con aliquota del 14%, la differenza tra il valore delle quote o azioni di OICR alla data del 31 dicembre 2022 e il relativo costo o valore di acquisto o di sottoscrizione. Al riguardo, l'ACF ha declinato la

*Incompetenza dell'ACF a conoscere delle controversie riguardanti l'adesione all'opzione di affrancamento prevista dalla Legge Bilancio 2023*

**Dec. 8042 del 5.06.2025 e 8046 del 10.06.2025**

propria competenza rilevando che l'adesione all'affrancamento non comportava, di per sé, la prestazione di servizi e attività di investimento, ma coinvolgeva - piuttosto - gli intermediari, nella loro veste di depositari sostituti di imposta, nell'adempimento di obblighi di natura esclusivamente fiscale, il che esclude che tali tipologie di controversie possano rientrare tra le prerogative valutative e decisorie dell'Arbitro.

## La legittimazione attiva

### La legittimazione attiva nelle controversie aventi ad oggetto investimenti sottoscritti a favore di un trust

#### Decisione 8191

Nel corso dell'anno è giunta all'esame del Collegio una controversia introdotta da un trustee ed avente ad oggetto investimenti sottoscritti a favore di un trust.

Il Collegio ha colto l'occasione per precisare che, in un caso come quello di specie, il ricorso deve essere presentato dal trustee, essendo quest'ultimo l'unico soggetto legittimato a presentare validamente ricorso all'ACF, in coerenza con gli orientamenti della Cassazione (*ex multis*, Cass. n. 1862 del 20 gennaio 2022), la quale ha affermato che il trust è un soggetto privo di personalità giuridica, configurandosi come un insieme di beni e di rapporti giuridici, e che, pertanto, solo il trustee ha la capacità processuale attiva e passiva in relazione ai beni conferiti in trust.

*Il trustee è il solo legittimato a presentare validamente un ricorso per conto del trust*

**Dec. 8191 del 1.10.2025**

### La legittimazione attiva di una società fiduciaria in caso di mancata liquidazione di una gestione patrimoniale

#### Decisioni 8086 8087

In passato, l'Arbitro ha affermato che la scelta di un investitore di avvalersi di un servizio professionale reso da una società fiduciaria, che si interpone tra sé e l'intermediario, comporta che tale investitore non possa ritenersi legittimato a far valere diritti che attengono alla corretta esecuzione di un contratto concluso, non già con la spendita del suo nome, bensì dalla fiduciaria in nome proprio. Solo a tale ultimo soggetto, infatti, sono esclusivamente attribuibili la qualità di cliente dell'intermediario e, per l'effetto, la legittimazione ad agire nei confronti di quest'ultimo, essendo essa l'unico soggetto che ha sottoscritto il relativo contratto ed è titolare dei relativi diritti.

*Carenza di legittimazione attiva degli eredi del fiduciante per investimenti posti in essere dalla società fiduciaria*

**Dec. 8086 e 8087 del 27.06.2025**

Nel solco di tale orientamento, il Collegio ha ritenuto di riaffermare tale principio anche in caso di contestazioni sollevate dagli eredi del fiduciante e riguardanti la mancata liquidazione immediata oppure l'omesso "congelamento" di una gestione patrimoniale sottoscritta da una società fiduciaria per conto del *de cuius*. L'Arbitro ha, in proposito, precisato che, nonostante la morte del fiduciante, simili controversie attengono pur sempre agli effetti giuridici consequenziali all'esecuzione del rapporto fiduciario realizzatisi, peraltro, in un momento in cui - benché quest'ultimo si sia estinto con la morte del mandante - la gestione continua ancora ad essere formalmente intestata alla società fiduciaria, in attesa delle decisioni degli eredi.

## La legittimazione passiva

### La legittimazione passiva nelle controversie aventi ad oggetto il trasferimento titoli

#### Decisione 8222

L'Arbitro, nel corso dell'anno, è stato chiamato ad esaminare due ricorsi aventi ad oggetto la non corretta gestione di un trasferimento di dossier titoli, proposti, rispettivamente, l'uno, nei confronti dell'intermediario trasferente, l'altro, nei confronti di quello ricevente.

Il Collegio, nel valutare in particolar modo la posizione dell'intermediario trasferente, ha affermato la legittimazione passiva di quest'ultimo, sull'assunto che il trasferimento titoli è una procedura che presuppone necessariamente la collaborazione tra due intermediari, l'uno, che deve veicolare la richiesta e impartire correttamente le istruzioni e l'altro, che deve altrettanto celermente seguire le istruzioni ricevute. Pertanto, secondo l'Arbitro, la legittimazione passiva dell'intermediario trasferente non può essere esclusa solo perché il trasferimento è stato richiesto dal cliente direttamente all'intermediario ricevente. In proposito, è stato puntualizzato che, nei casi in cui viene contestata l'intera procedura di trasferimento, il Collegio è tenuto a vagliare la condotta degli intermediari coinvolti, ognuno per le obbligazioni di propria spettanza, in quanto entrambi legati ad un rapporto contrattuale con il cliente e tenuti a preordinare la propria attività al miglior interesse dello stesso.

### La legittimazione passiva nelle controversie riguardanti inadempimenti nella fase genetica di investimenti successivamente trasferiti presso altro intermediario

#### Decisioni 7913 8019

Relativamente a controversie riguardanti inadempimenti nella fase genetica di investimenti in strumenti finanziari oggetto di trasferimento tra diversi intermediari, l'Arbitro ha chiarito che la legittimazione passiva dell'intermediario che ha prestato al cliente servizi di investimento al momento dell'acquisto dei titoli sussiste anche in relazione alle perdite realizzatesi dopo il trasferimento degli strumenti presso altro intermediario (**Decisione 7913**).

Nella medesima prospettiva, l'Arbitro ha puntualizzato che la violazione degli obblighi informativi nella fase genetica degli investimenti e il mancato controllo di appropriatezza o adeguatezza degli stessi non possono essere ascritti all'intermediario depositario presso il quale gli strumenti finanziari sono stati trasferiti dopo il loro acquisto, non rientrando tra gli obblighi dell'intermediario depositario ricevente la (ri)valutazione ex novo dei titoli trasferiti (**Decisione 8019**).

*Legittimazione passiva dell'intermediario trasferente" rispetto alle doglianze relative alla non corretta gestione di una procedura di trasferimento di un dossier titoli*

**Dec. 8222 del 23.10.2025**

*Sussistenza della legittimazione passiva dell'intermediario per violazioni nella fase genetica degli investimenti, anche se le perdite si sono generate successivamente al trasferimento degli strumenti finanziari*

**Dec. 7913 del 19.03.2025**

*Carenza della legittimazione passiva dell'intermediario depositario presso cui gli strumenti sono stati trasferiti per violazioni afferenti alla fase genetica degli investimenti*

**Dec. 8019 del 22.05.2025**

## La legittimazione passiva nelle controversie riguardanti l'obbligo di comunicazione delle perdite ex art. 26 del Regolamento IVASS n. 41/2018

### Decisione 7840

In continuità con l'orientamento secondo cui la responsabilità per carenze informative in pendenza di un investimento in un prodotto assicurativo non può essere posta a carico del distributore del prodotto bensì della compagnia assicurativa emittente la polizza, l'Arbitro ha precisato che ciò vale, a maggior ragione, per gli obblighi di comunicazione delle perdite previsti dall'art. 26 del Regolamento IVASS n. 41/2018 (perdita del 30% rispetto all'ammontare del premio nelle polizze *unit* e *index linked*), il quale sancisce espressamente che il soggetto chiamato ad adempiere a tali obblighi è, per l'appunto, l'impresa di assicurazione.

*Carenza di legittimazione passiva del distributore di un prodotto d'investimento assicurativo per la mancata comunicazione delle perdite della polizza ex art. 26 del Reg. IVASS 41/18*

**Dec. 7840 del 6.02.2025**

## La legittimazione passiva nelle controversie aventi ad oggetto la consegna di documentazione relativa a prodotti di investimento assicurativi

### Decisione 8023

Nel corso dell'anno è stato sottoposto alla cognizione dell'Arbitro un ricorso recante la particolare richiesta, formulata da un erede nei confronti dell'intermediario distributore, di ottenere documentazione relativa ad una polizza stipulata dal *de cuius*.

Nel valutare la domanda, il Collegio ha rilevato che, sebbene nella materia della distribuzione assicurativa non si rinvenga un obbligo specifico di consegna di documentazione gravante sul distributore del prodotto, esso può essere tuttavia desunto dai principi generali, salvo, però, circoscriverne il contenuto in considerazione del fatto che l'art. 1888 c.c. pone specifici obblighi in tal senso a carico della compagnia assicurativa.

*La legittimazione passiva del distributore di prodotti di investimento assicurativi non sussiste in relazione a richieste di documentazione avente natura e contenuti prettamente assicurativi, mentre sussiste in relazione ai documenti che l'intermediario distributore è tenuto ad acquisire e conservare in ragione del ruolo svolto, tra cui la documentazione precontrattuale ed i relativi moduli d'ordine*

**Dec. 8023 del 22.05.2025**

Muovendo da tali premesse, l'Arbitro ha escluso la legittimazione passiva dell'intermediario distributore in relazione a richieste di documentazione avente natura e contenuti prettamente assicurativi, come le condizioni contrattuali e la documentazione riguardante il riscatto della polizza, considerato che la fase di liquidazione del prodotto, ivi compresa la verifica dei beneficiari, compete all'impresa assicuratrice e non all'originario distributore. Al contempo, l'ACF ha affermato la sussistenza della legittimazione passiva dell'intermediario distributore in relazione alla consegna di documenti che quest'ultimo è tenuto ad acquisire e conservare nell'esercizio della sua attività di distributore di un prodotto d'investimento assicurativo, tra cui la documentazione precontrattuale ed i relativi moduli di ordine.

## La legittimazione passiva nelle controversie promosse dal legatario

### Decisione 8056

L'Arbitro si è pronunciato anche sulla legittimazione passiva di un intermediario relativamente a un ricorso presentato da un legatario per contestazioni relative alla prestazione di servizi di investimento a favore del *de cuius*.

L'ACF ha affermato che, in ipotesi siffatte, è dirimente stabilire l'esatta qualificazione del legato in virtù del quale agisce il ricorrente e, nello specifico, se si tratti di legato di genere (in cui i beni sono individuati dal testatore solo per genere e quantità) ovvero di legato di specie (in cui sono individuati beni specifici). In proposito, è stato ritenuto che, quando il testamento non si riferisce ad un conto specifico, bensì ad una percentuale dei risparmi del *de cuius*, il legato vada qualificato - in linea con il consolidato orientamento giurisprudenziale in materia - come legato di genere, il che implica che la proprietà dei beni legati si trasferisce con la specificazione degli stessi che l'erede è tenuto a fare nei confronti del legatario. Ne deriva che, in tali ipotesi, l'unico onerato della prestazione è l'erede, mentre l'intermediario è da ritenersi privo di legittimazione passiva; ciò vale anche quando il testamento contiene soltanto attribuzioni a titolo di legato che esauriscono l'asse ereditario, in quanto tale circostanza non esclude la successione legittima, che sussiste anche quando è priva di un effettivo contenuto patrimoniale.

*Carenza di legittimazione passiva dell'intermediario nella controversia introdotta dal beneficiario di un legato di genere*

**Dec. 8056 del 25.06.2025**

## 2. I CONFINI DEL POTERE COGNITIVO DELL'ACF

### Il potere dell'Arbitro di pronunciarsi su domande di natura non patrimoniale

#### Decisioni 7870 8067 8234

In passato l'Arbitro ha precisato che, sebbene esso possa esprimersi anche su domande che non abbiano ad oggetto il pagamento di somme di denaro, non gli è, tuttavia, consentito esorbitare dalla soluzione della specifica controversia sottoposta al suo vaglio attraverso l'assunzione di misure che si tradurrebbero in un'impropria azione di vigilanza sull'operato dell'intermediario, in quanto tale estranea al proprio ambito valutativo e decisionale.

Nella medesima prospettiva, il Collegio ha ritenuto inammissibile, in quanto esulante dalle proprie prerogative, una domanda volta ad ottenere la pubblicazione, a cura e spese dell'intermediario, di un articolo su quotidiani a tiratura nazionale (di cui uno almeno finanziario), dal quale si potesse evincere il mancato rispetto degli obblighi di correttezza, informazione e trasparenza da parte dell'intermediario stesso (**Decisione 7870**).

Analogamente, il Collegio ha affermato che esorbitano dalle proprie prerogative, non soltanto le domande volte ad ottenere l'applicazione di sanzioni a carico dell'intermediario, ma anche quelle finalizzate a dichiarare quest'ultimo tenuto a comunicare al cliente gli eventuali "provvedimenti ed azioni" da esso adottati nei confronti di un consulente. A tale ultimo riguardo, l'ACF ha precisato che le richieste da esso esaminabili devono pur sempre attenere, solo e soltanto, agli obblighi gravanti sull'intermediario (o sul consulente per esso operante) nella prestazione del servizio di investimento erogato al cliente, mentre le informazioni sui "provvedimenti ed azioni" eventualmente assunti dall'intermediario nei confronti del proprio consulente riguardano il rapporto interno di mandato (o agenzia) tra essi intercorrente, che esula dal rapporto tra intermediario e cliente (**Decisione 8067**).

In passato, è stato, inoltre, precisato che, in ossequio al principio di atipicità della tutela, il ricorrente può formulare la domanda che meglio ritiene confacente a soddisfare il proprio interesse, ivi comprese quelle di consegna di copia della documentazione contrattuale. Ciò, tuttavia, non può tradursi in un diritto del cliente di ottenere, non già una copia, bensì l'originale di un documento di spettanza dell'intermediario, ritenendosi tale diritto incompatibile con l'obbligo, posto dalla normativa di settore a carico dell'intermediario stesso, di conservare presso di sé la documentazione originale inerente ai servizi di investimento prestati.

*Non rientrano nell'ambito di cognizione dell'Arbitro le domande volte ad imporre agli intermediari la pubblicazione su giornali di un articolo da cui emerga il mancato rispetto degli obblighi di condotta dell'intermediario*

**Dec. 7870 del 20.02.2025**

*Insussistenza del diritto del cliente di ottenere notizia circa "provvedimenti ed azioni" eventualmente assunti dall'intermediario nei confronti del proprio consulente*

**Dec. 8067 del 25.06.2025**

L'Arbitro, ritornando su tale tema, ha ulteriormente precisato che quando la domanda del ricorrente mira ad ottenere anche solo l'accesso ad un documento originale, essa deve qualificarsi come istanza di esibizione di documentazione che, in quanto tale, non rientra nelle prerogative dell'ACF, atteso che a quest'ultimo non è accordato né compete il potere del giudice ex art. 210 c.p.c., ferma restando, comunque, la facoltà dell'intermediario di dare spontaneamente accesso al documento richiesto (**Decisione 8234**).

*L'ACF non ha il potere del giudice civile ex art. 210 c.p.c. di ordinare l'esibizione di documenti in originale*

**Dec. 8234 del 30.10.2025**

## 3. L'ISTRUZIONE PROBATORIA

### *I mezzi di prova*

#### **Perizie grafologiche**

##### **Decisione 8061**

Costituisce consolidato orientamento dell'Arbitro quello secondo cui l'indagine sull'autenticità delle sottoscrizioni non può prescindere almeno dalla produzione, a cura della parte interessata, di una perizia grafologica o di altra documentazione di tipo tecnico, dal momento che le esigenze di celerità e di speditezza del procedimento dinanzi all'ACF impongono una cognizione sommaria dei fatti, sulla base dei soli documenti prodotti dalle parti, ed escludono che il Collegio possa promuovere direttamente iniziative per l'acquisizione di perizie o consulenze grafologiche o ad accertamenti di altro genere.

Nel corso del 2025, il Collegio ha precisato il proprio indirizzo affermando che, in presenza di contrapposti elaborati tecnici prodotti da entrambe le parti, non è possibile accertare l'apocrifia delle firme apposte dal cliente sulla modulistica quando gli esiti delle perizie versate in atti risultino diametralmente opposti e non emergano elementi documentali e valutativi che possano condurre l'Arbitro ad orientarsi con la necessaria univocità e certezza in un senso piuttosto che nell'altro.

#### **Audizione personale della parte**

##### **Decisione 8229**

L'esame di un ricorso in cui la ricorrente aveva chiesto all'Arbitro di essere sentita sui fatti oggetto della controversia ha costituito l'occasione per il Collegio di pronunciarsi sulla questione, affermando la non accoglibilità di eventuali richieste di audizione personale da parte dei ricorrenti in quanto le esigenze di speditezza e di necessaria sommarietà istruttoria che caratterizzano le procedure degli organismi come l'ACF implicano che, ai fini della definizione delle controversie portate alla loro attenzione, si faccia affidamento esclusivamente sulle allegazioni documentali offerte dalle parti coinvolte.

*Impossibilità, nel procedimento ACF, di accertare l'apocrifia delle sottoscrizioni in presenza di elaborati tecnici che conducono ad esiti diametralmente opposti*

**Dec. 8061 del 25.06.2025**

*Impossibilità, nel procedimento ACF, di procedere ad audizione personale delle parti*

**Dec. 8229 del 28.10.2025**

## 4. LE QUESTIONI DI MERITO

### **La classificazione della clientela**

#### **Revisione della classificazione della clientela**

##### **Decisione 8057**

In materia di classificazione della clientela, l'Arbitro ha rilevato che il quadro normativo di riferimento stabilisce che gli intermediari devono adottare per iscritto misure interne appropriate per classificare i clienti e che, pertanto, possono accogliere la richiesta di un cliente di essere classificato come cliente professionale solo dopo avere adottato tutte le misure ragionevoli per accertarsi che il cliente soddisfi i requisiti richiesti. Essi, inoltre, devono adottare provvedimenti appropriati se - dopo l'iniziale accoglimento della richiesta - constatano che il cliente non soddisfi più le condizioni necessarie.

*Non censurabilità delle policy dell'intermediario che prevedono la possibilità di sottoporre a verifica, nel tempo, la perdurante sussistenza del requisito di esperienza necessario per la classificazione di un investitore quale cliente professionale*

**Dec. 8057 del 25.06.2025**

Su tali basi, esaminando un caso in cui il ricorrente si doleva del fatto che, dopo l'iniziale accoglimento della richiesta di essere classificato come cliente professionale, l'intermediario gli aveva segnalato la sopravvenuta mancanza dei requisiti necessari per il mantenimento di tale status che, invece, egli era determinato a voler mantenere, l'Arbitro, nel sottolineare le finalità di maggior tutela della clientela perseguite dalla disciplina, ha ritenuto non censurabile (ma anzi prudentiale anche per l'investitore) una policy che preveda lo svolgimento - dopo l'iniziale accoglimento di una richiesta di classificazione come cliente professionale - di una verifica su base triennale del requisito dell'esperienza, in quanto trattasi di una scelta che non può considerarsi irragionevole alla luce della costante evoluzione cui sono fisiologicamente soggetti i mercati e gli strumenti finanziari.

### **Gli obblighi di informazione attiva**

Come in passato, anche nel 2025 uno dei temi più frequentemente sottoposti al vaglio dell'ACF è stato quello relativo al corretto adempimento degli obblighi informativi gravanti sull'intermediario nella fase genetica degli investimenti.

#### **Responsabilità dell'Intermediario in presenza di informazioni non corrette e fuorvianti**

##### **Decisione 7883**

Il Collegio si è costantemente espresso nel senso che, nelle controversie aventi ad oggetto l'inadempimento degli obblighi informativi nella commercializzazione di fondi comuni d'investimento (rientranti nell'ambito di applicazione della Direttiva 2009/65/CE, c.d. UCITS), la dimostrazione da parte dell'intermediario dell'avvenuta consegna al cliente del KIID è circostanza di per sé idonea a far ri-

tenere correttamente assolti gli obblighi informativi a carico dell'intermediario collocatore.

Pur confermando tale indirizzo, l'Arbitro ha, tuttavia, precisato che la dichiarazione dell'investitore di aver ricevuto il KIID non è idonea a mandare esente l'intermediario da responsabilità nel caso in cui, a fronte di una richiesta di delucidazioni da parte dell'investitore, siano state fornite informazioni non corrette e fuorvianti.

In particolare, l'Arbitro ha ritenuto violati gli obblighi informativi da parte di un collocatore di OICR in un caso in cui, oltre a non risultare dimostrata la corretta consegna del KIID relativo ad azioni di Sicav sottoscritte dal ricorrente, vi era altresì evidenza di una comunicazione tramessa al cliente dal proprio consulente prima della sottoscrizione, in cui era indicato che l'investimento sarebbe stato liquidato alla scadenza "come fosse una «semplice» obbligazione". Ad avviso dell'ACF, il complessivo quadro informativo sopra descritto risultava tale da ingenerare nel cliente il convincimento che l'investimento in questione presentasse caratteristiche analoghe all'investimento in una singola e "semplice" obbligazione che, di norma, comporta, tra l'altro, il rimborso integrale alla scadenza, salvo default dell'emittente, dell'importo originariamente investito.

*Inidoneità della dichiarazione di avvenuta consegna del KIID a far ritenere correttamente assolti gli obblighi informativi preventivi da parte dell'intermediario in caso di informativa aggiuntiva fuorviante resa dal consulente prima dell'investimento*

**(Dec. 7883 del 27.02.2025)**

## **Gli obblighi informativi nella distribuzione di prodotti d'investimento assicurativi multi-opzione**

### **Decisioni 7840 7930**

Nel 2025 il Collegio è tornato a pronunciarsi sulle modalità di adempimento degli obblighi informativi in sede di distribuzione di prodotti d'investimento assicurativi che prevedono di allocare il relativo premio su diverse opzioni per precisare che, in questi casi, la consegna del KID generico della polizza, che contenga un mero rinvio ai KID specifici presenti sul sito Internet della compagnia assicuratrice, non è sufficiente a far ritenere assolti gli obblighi di informazione preventiva, in quanto modalità che non soddisfa l'esigenza - già più volte evidenziata dall'Arbitro - che, al di là del generico KID, siano fornite anche le informazioni sulla specifica opzione prescelta.

In particolare, relativamente alle previsioni degli artt. 10 - 15 del Regolamento Delegato (UE) n. 2017/653, che consentono all'ideatore dei PRIIPs la possibilità di scegliere di redigere un documento contenente le informazioni chiave relative a ciascuna opzione oppure un documento contenente una descrizione generale del prodotto predisponendo separatamente le informazioni chiave per ciascuna opzione - o rinviando, a talune condizioni, ai KIID o ai KID dei prodotti sottostanti - l'ACF ha precisato che, in base a tale previsione, in sede di sottoscrizione, il distributore del prodotto è tenuto a consegnare al cliente i KID specifici oppure la documentazione tecnica relativa all'opzione prescelta a cui il KID generico fa rinvio (**Decisione 7840**).

*Ai fini dell'adempimento degli obblighi informativi sulle caratteristiche delle opzioni prescelte, il distributore di un prodotto assicurativo multi-opzione è tenuto a consegnare al cliente i KID specifici ovvero la documentazione tecnica relativa all'opzione prescelta a cui il KID generico fa rinvio*

**Dec. 7840 del 6.02.2025**

Con riferimento ad altra controversia, l'Arbitro ha ritenuto insufficiente a fornire la prova dell'assolvimento degli obblighi informativi gravanti sull'intermediario distributore la dichiarazione del cliente di avere ricevuto il set informativo composto dal KID del prodotto, dalle informazioni specifiche sull'opzione prescelta, nonché dalle informazioni specifiche sulle ulteriori opzioni di investimento, in presenza della produzione, nel fascicolo istruttorio, del KID generico della polizza e di una cartella contenente tutti i KIID dei fondi opzionabili (nella fattispecie, più di 200). In proposito, l'ACF ha affermato che, anche a voler ammettere che quella prodotta sia stata la documentazione effettivamente consegnata al cliente, la ricerca - all'interno di numerosi documenti molto simili tra loro - dei KIID pertinenti all'opzione prescelta non può essere rimessa all'autonomia dell'investitore, spettando piuttosto all'intermediario estrapolare dal compendio documentale disponibile i KIID dei fondi opzionati e consegnarli al cliente (**Decisione 7930**).

*Ai fini dell'adempimento degli obblighi informativi sulle caratteristiche delle opzioni prescelte, il distributore di un prodotto assicurativo multi-opzione non può limitarsi a consegnare la documentazione relativa a tutti i fondi opzionabili dall'investitore, non potendosi rimettere all'autonomia di quest'ultimo l'individuazione dei KIID delle scelte opzionate*

**Dec. 7930 del 1.04.2025**

## ***Gli obblighi di informazione passiva e la valutazione di adeguatezza***

### **La profilatura della clientela**

**Decisioni 7844 7930 8024 8104 8169 8191 8269**

Nel corso dell'anno, l'Arbitro si è nuovamente pronunciato in merito alla diligenza esigibile dall'intermediario nel processo di acquisizione delle informazioni funzionali allo svolgimento delle verifiche di appropriatezza e di adeguatezza degli investimenti (c.d. profilatura dei clienti) e ciò richiamando anche gli Orientamenti ESMA in punto di adeguatezza, secondo i quali gli intermediari sono invitati a porre attenzione all'età dei clienti, nonché, ai fini delle informazioni da raccogliere, a "tener conto della natura del cliente. Solitamente, ad esempio, sarà necessario raccogliere informazioni più approfondite per i clienti potenzialmente vulnerabili (come i clienti più anziani) o per i clienti senza esperienza che richiedono una consulenza in materia di investimenti o servizi di gestione di portafogli per la prima volta" (Orientamento generale 3, par. 40, degli orientamenti su alcuni aspetti dei requisiti di adeguatezza della MiFID II).

Dopo essersi, in passato, più volte espresso sulle particolari cautele che un intermediario deve osservare in caso di profilatura dei clienti più anziani, in alcune decisioni assunte nel corso dell'anno, l'Arbitro ha puntualizzato che l'intermediario è tenuto a porre particolare attenzione anche nella profilatura dei clienti di giovane età, trattandosi di investitori verosimilmente privi di pregressa esperienza in ambito finanziario o per i quali si può ragionevolmente presumere una limitata esperienza e conoscenza in strumenti finanziari.

In particolare, esaminando una fattispecie in cui la ricorrente aveva compiuto la maggiore età soltanto sei mesi prima della profilatura e non aveva mai operato tramite l'intermediario, il Collegio ha affermato che quest'ultimo, a fronte della dichiarazione della cliente di aver effettuato - nel corso dell'ultimo anno - operazioni presso altri intermediari su un'eterogenea tipologia di strumenti (obbligazioni, titoli di Stato, fondi comuni e pronti contro termini), avrebbe dovuto svolgere approfondimenti e acquisire maggiori informazioni al fine di assicurarsi

*Dovere dell'intermediario di porre particolare attenzione nella profilatura di investitori di giovanissima età*

**Dec. 8169 del 17.09.2025**

**Dec. 7844 del 6.02.2025**

della correttezza della risposta resa da un soggetto che, fino a sei mesi prima, non avrebbe neanche potuto disporre investimenti in prima persona (**Decisione 8169**).

Nella medesima prospettiva, l'Arbitro - esaminando una controversia proposta da un soggetto che era stato profilato il giorno seguente il compimento della maggiore età e che si approcciava, per la prima volta, ad effettuare investimenti in prima persona, dopo che in precedenza, data la sua minore età, essi erano stati disposti in suo favore, su titoli di Stato e fondi comuni bilanciati, dal tutore legale - ha ritenuto non conforme al livello di attenzione richiesto, la mancata rilevazione, da parte dell'intermediario, dell'incongruenza tra la risposta fornita dal cliente in merito alla propria esperienza - secondo cui egli aveva in passato effettuato prevalentemente investimenti che non necessariamente garantivano la restituzione del capitale - e il dato, noto all'intermediario, che la pregressa operatività aveva riguardato prodotti conservativi ed era stata disposta dal tutore legale (**Decisione 7844**).

Con specifico riguardo alla raccolta delle informazioni relative alle finalità di investimento della clientela, l'Arbitro ha formulato osservazioni critiche su quei questionari che contengono, in proposito, una sola domanda, consentendo all'investitore di scegliere esclusivamente fra tre possibilità (liquidità, risparmio/ investimento e previdenza), in quanto una simile formulazione del quesito, nella quale vengono assimilati i concetti di risparmio e di investimento, risulta fuorviante e, comunque, inidonea a valorizzare l'eventuale esigenza del cliente di preservare l'integrità del capitale (**Decisione 8024**).

Sempre in merito al processo di profilatura del cliente, il Collegio - nel richiamare gli Orientamenti ESMA sui requisiti di adeguatezza ai sensi della MiFID II in materia di prodotti finanziari complessi o rischiosi - ha precisato che, quando forniscono accesso a tale tipologia di prodotti, che in quanto complessi sono ideati per una clientela dotata di specifiche conoscenze ed esigenze, gli intermediari devono valutare attentamente la necessità di raccogliere, in sede di profilatura, informazioni più approfondite sul cliente rispetto a quelle che raccoglierebbero in caso di strumenti meno complessi o rischiosi. In simili casi, infatti, le informazioni raccolte devono essere idonee a consentire all'intermediario di valutare la capacità del cliente di comprendere e sostenere finanziariamente i rischi connessi a tale tipologia di strumenti nonché di effettuare una rigorosa verifica delle sue conoscenze e esperienze, ivi inclusa la sua capacità di comprendere i meccanismi che rendono "complesso" il prodotto di investimento. In mancanza di simili approfondimenti - ha sottolineato l'Arbitro - le informazioni raccolte non possono essere considerate sufficienti a svolgere una diligente valutazione di adeguatezza in ordine allo specifico strumento oggetto di raccomandazione e a concluderla con esito positivo (**Decisione 8104**).

Nel caso di investimenti disposti da una persona giuridica, l'Arbitro ha chiarito che il prestatore di servizi di investimento, ai fini della profilatura, è chiamato ad acquisire la situazione finanziaria e gli obiettivi di investimento della persona giuridica e il livello di conoscenze ed esperienze del rappresentante legale (**Decisione 8269**).

*Inidoneità a consentire la corretta rilevazione delle finalità di investimento del questionario che contenga domande che assimilano i concetti di risparmio e investimento*

**Dec. 8024 del 22.05.2025**

*Dovere degli intermediari, che forniscono accesso a strumenti finanziari complessi, di raccogliere dai clienti informazioni approfondite in merito alla conoscenza ed esperienza dell'investitore rispetto a tale tipologia di strumenti e alla sua capacità di comprendere e sostenere finanziariamente i rischi ad essi connessi*

**Dec. 8104 del 10.07.2025**

*Dovere dell'intermediario di rilevare nella profilatura il livello di conoscenza ed esperienza finanziaria del rappresentante legale e gli obiettivi di investimento e la situazione finanziaria della persona giuridica*

**Dec. 8269 del 25.11.2025**

Su tali basi, l'Arbitro ha ritenuto che, anche in caso di investimenti sottoscritti a favore di un trust, sia palusibile e ragionevole far riferimento alla normativa dettata dall'art. 54 del Regolamento Delegato (UE) n. 2017/565 per le "legal entity" e, quindi, che debba aversi riguardo al *trust* per l'acquisizione delle informazioni sulla situazione finanziaria e sugli obiettivi di investimento e al *trustee* quanto al livello di esperienza e conoscenza **(Decisione 8191)**.

Nel corso dell'anno l'Arbitro, pronunciandosi su taluni ricorsi con i quali veniva contestata all'intermediario la violazione delle regole in materia di valutazione di adeguatezza con riferimento alla sottoscrizione di prodotti d'investimento assicurativi, ha ribadito il dovere del distributore di raccogliere le informazioni sulle esigenze assicurative del cliente in quanto necessarie e funzionali alla corretta valutazione di adeguatezza "rafforzata" richiesta dal Regolamento Intermediari in occasione della sottoscrizione di prodotti di investimento assicurativi.

In linea con tale orientamento, l'Arbitro ha ritenuto inidoneo a restituire un quadro attendibile dei reali bisogni del cliente, il questionario deputato alla raccolta delle informazioni sulle esigenze assicurative in cui risultino valorizzate tutte le opzioni proposte, selezionando anche esigenze necessariamente alternative tra loro e insuscettibili, in quanto tali, di essere soddisfatte senza sacrificarne altre, pure valorizzate **(Decisione 7930)**.

## La verifica di adeguatezza

### Decisioni 7931 8236 8286

Anche nel corso del 2025, una parte significativa delle controversie sottoposte all'attenzione dell'Arbitro ha riguardato la verifica della correttezza della valutazione svolta dagli intermediari in merito all'adeguatezza delle operazioni di investimento in strumenti finanziari.

Il Collegio, in merito, ha chiarito che gli intermediari, al fine di assolvere all'onere di dimostrare di avere correttamente svolto la valutazione di adeguatezza, non possono limitarsi ad affermare che il livello massimo di rischio associato al portafoglio del cliente, secondo i parametri da esso determinati, non ha mai superato il *range* massimo associato al cliente, in quanto l'adozione di *policy* di adeguatezza in cui si faccia ricorso a indici sintetici di rischio deve, comunque, tenere debitamente conto dei singoli elementi valutativi richiesti dalla normativa di settore per lo svolgimento di una tale valutazione **(Decisioni 7931, 8286)**.

Nell'ambito di una peculiare controversia esaminata dal Collegio, il ricorrente, diversamente da quanto solitamente accade, non si doleva del fatto che l'intermediario non avesse adempiuto correttamente agli obblighi normativi previsti a suo carico, ma che questi gli avesse procurato un danno eccedendo nelle tutele forniteli. Nel caso specifico, l'intermediario aveva rifiutato l'esecuzione di un ordine di acquisto disposto autonomamente dal ricorrente in quanto, oltre a versare in una situazione di conflitto di interessi poiché concernente azioni dallo stesso emesse, l'operazione risultava inadeguata al profilo del cliente. Il Collegio - nel rilevare che le condizioni generali di contratto prevedevano, anche per le operazioni richieste dal cliente di propria iniziativa al di fuori del servizio di

*Dovere dell'intermediario di rilevare nella profilatura il livello di conoscenza ed esperienza finanziaria del trustee e gli obiettivi di investimento e la situazione finanziaria del trust*

#### Dec. 8191 del 1.10.2025

*Inidoneità a consentire la valutazione di adeguatezza "rafforzata" per i prodotti di investimento assicurativi di un questionario in cui risultino valorizzate tutte le opzioni disponibili*

#### Dec. 7930 del 1.04.2025

*L'adozione di policy di adeguatezza in cui si faccia ricorso a indici sintetici di rischio deve tenere debitamente conto dei singoli elementi valutativi richiesti dalla normativa di settore per lo svolgimento della valutazione di adeguatezza*

#### Dec. 7931 del 1.04.2025

#### Dec. 8286 del 11.12.2025

*Possibilità per gli intermediari di adottare presidi che elevino il livello delle tutele normative a favore dell'investitore, a condizione che essi siano previsti dalle condizioni generali di contratto regolarmente sottoscritte e/o accettate dal cliente*

#### Dec. 8236 del 30.10.2025

consulenza, lo svolgimento della valutazione di adeguatezza e il carattere "bloc-cante" dell'esito negativo di siffatta valutazione, qualora l'intermediario si fosse trovato in una situazione di conflitto di interessi rispetto al prodotto finanziario - ha ritenuto che la sopra descritta procedura elevasse il livello delle tutele a favore dell'investitore e che fosse, pertanto, espressione dell'esigenza generale propria della disciplina dell'intermediazione mobiliare di proteggere la clientela retail da investimenti potenzialmente dannosi, soprattutto nel caso di operazioni incompatibili con il profilo di rischio del cliente e, per giunta, in conflitto di interessi (**Decisione 8236**).

## Verifica di adeguatezza e regole di *product governance*

### Decisione 8181

Nel 2025, il Collegio è tornato a pronunciarsi in merito al rapporto tra le regole in materia di valutazione di adeguatezza e quelle in materia di *product governance*, esaminando una controversia avente ad oggetto taluni fondi raccomandati al cliente all'esito di una valutazione di adeguatezza positiva, ma che lo stesso intermediario aveva definito come "fuori target market".

In linea con l'orientamento secondo cui la distribuzione di prodotti fuori "target market positivo" non costituisce di per sé una irregolarità, l'Arbitro ha ribadito che essa deve, comunque, avvenire - come precisato al punto 84 degli Orientamenti ESMA sugli obblighi di *governance* dei prodotti ai sensi di MiFID II - nel rispetto di precise condizioni e, soprattutto, fornendo un'adeguata informativa al cliente.

Su tale assunto, l'ACF ha ritenuto che costituisse violazione delle regole in tema di adeguatezza, nonché delle regole di trasparenza in materia di *product governance*, la circostanza che nelle raccomandazioni rilasciate al cliente l'intermediario non avesse inserito una *legenda* illustrativa del significato e delle implicazioni del "target market" e che, nelle relazioni di adeguatezza, non avesse documentato in modo chiaro perché i predetti fondi erano stati venduti al di fuori del mercato di riferimento.

## La *execution only*

### Decisione 8080

Il Collegio ha precisato che gli intermediari, quando prestano servizi c.d. esecutivi, possono ritenersi esentati dall'effettuare la valutazione di appropriatezza (c.d. regime di "execution only") solo quando ricorrono tutte le condizioni previste dalla disciplina di settore, che non si esauriscono nella circostanza che vengano prestati i servizi di esecuzione o di ricezione e trasmissione di ordini su strumenti finanziari non complessi, ma richiedono, altresì, che il cliente sia informato del fatto che - nel prestare il servizio - l'intermediario non sarà tenuto a valutare l'appropriatezza dell'investimento e che, pertanto, egli non beneficerà della protezione offerta dalle relative disposizioni.

*Necessità per l'intermediario di illustrare il significato del "target market" e di documentare, nella relazione di adeguatezza, le motivazioni per cui lo strumento viene venduto al di fuori del mercato di riferimento positivo*

**Dec. 8181 del 24.09.2025**

*In caso di mera esecuzione di ordini (c.d. execution only), l'intermediario deve informare preventivamente il cliente che non sarà valutata l'appropriatezza dell'investimento*

**Dec. 8080 del 26.06.2025**

## Le pratiche di vendita abbinata

### Decisione 8066

Nel corso dell'anno, il Collegio ha avuto modo di pronunciarsi su una controversia avente ad oggetto la concessione di un finanziamento e l'effettuazione di investimenti a distanza di pochi giorni dall'apertura della linea di credito. L'Arbitro - valorizzando la contiguità temporale tra tali operazioni - ha ritenuto accertato un collegamento funzionale tra le stesse tale da connotare come unitaria l'operatività considerata nel suo complesso e configurare la fattispecie di vendita abbinata disciplinata dell'art. 44 del Regolamento Intermediari.

L'ACF ha, pertanto, colto l'occasione per sottolineare che tali pratiche non sono vietate dall'ordinamento se realizzano interessi meritevoli di tutela sul piano causale, ma devono essere presidiate dagli intermediari sia sotto il profilo della trasparenza dei prodotti/servizi abbinati che vengono offerti, sia sotto il profilo dell'adeguatezza/appropriatezza del pacchetto raccomandato, dovendosi - di conseguenza - ritenere censurabile il comportamento dell'intermediario che, in presenza di tali pratiche, non valuti l'operazione in questa prospettiva e non appresti alcuno dei presidi prescritti dalla normativa di settore.

*Legittimità della vendita abbinata solo se realizza interessi meritevoli di tutela sul piano causale e se l'intermediario rispetta le regole in tema di trasparenza e di adeguatezza/appropriatezza*

**Dec. 8066 del 25.06.2025**

## I singoli servizi e attività di investimento

### La consulenza in materia di investimenti

#### Decisione 7928

Con riguardo alla consulenza successiva alla sottoscrizione di un prodotto d'investimento assicurativo, il Collegio ha ritenuto ragionevole il consiglio fornito dall'intermediario di sospendere momentaneamente, in presenza di perdite, i versamenti periodici dovuti secondo il piano di accumulo previsto dal prodotto (c.d. "PAC"), in quanto una delle ragioni che spesso giustifica tale modalità di sottoscrizione di prodotti d'investimento assicurativi risiede proprio nella possibilità - ove contrattualmente riconosciuta - di sospendere per un periodo di tempo determinato i versamenti periodici per far fronte ad eventuali esigenze del contraente, ma anche per ridurre eventuali perdite in fasi di criticità temporanee dei mercati.

*Ragionevolezza del consiglio dell'intermediario di sospendere temporaneamente i versamenti di un PAC attivato per la sottoscrizione di prodotti di investimento assicurativi per far fronte a esigenze contingenti dell'investitore o per ridurre le perdite in fasi critiche di mercato*

**Dec. 7928 del 31.03.2025**

### La gestione individuale di portafoglio

#### Decisioni 8086, 8087

Con riferimento al servizio di gestione individuale di portafogli, il Collegio ha precisato che in caso di morte dell'intestatario della gestione, la mera comunicazione, da parte dell'erede, del decesso del de cuius non comporta, come automatica conseguenza, la pronta attivazione dell'intermediario ai fini della liquidazione dei prodotti finanziari, bensì una sorta di "congelamento" del patrimonio allo scopo sia di tutelare gli eredi sia di assicurare il rispetto degli obblighi fiscali nei confronti dell'erario. Con specifico riguardo ai titoli contenuti nelle gestioni patrimoniali, ciò implica una sorta di "blocco" degli stessi fino alla consegna del-

la dichiarazione di successione che, unitamente all'espressa richiesta di liquidazione, rappresenta il presupposto necessario per consentire all'intermediario di procedere, con l'effetto che - prima di tali adempimenti da parte degli eredi - non sono ravvisabili profili di inerzia dell'intermediario.

Ricalcando tale orientamento, l'Arbitro ha osservato che, se il comportamento del gestore non può essere censurato per la mancata liquidazione immediata della gestione patrimoniale al ricevimento della notizia del decesso del relativo titolare, esso può esserlo - ove espressamente contestato - sotto il diverso profilo del mancato "congelamento" degli strumenti finanziari contenuti nella gestione, laddove risulti che l'intermediario, invece di astenersi dal continuare a movimentare attivamente il patrimonio, abbia proseguito nella gestione, determinando risultati peggiori rispetto a quelli che si sarebbero realizzati in assenza di una tale attività.

*Dovere dell'intermediario di astenersi dal continuare a gestire attivamente il patrimonio in caso di decesso del titolare della gestione patrimoniale*

**Dec. 8086 e 8087 del 27.06.2025**

## I servizi di investimento c.d. esecutivi

### Decisioni 8092 8291

L'Arbitro ha affermato che l'investitore esperto, che opera regolarmente tramite piattaforma di *trading online* avvalendosi del servizio di ricezione e trasmissioni di ordini e che dimostra di conoscere le diverse implicazioni delle varie tipologie di ordini che possono essere impartiti, non può lamentare la mancata adozione da parte dell'intermediario di presidi idonei a limitare le perdite quando egli stesso, di propria iniziativa, immette un ordine di vendita con parametro "a mercato", vale a dire un ordine che può essere eseguito a qualsiasi condizione di mercato e, quindi, anche a prezzi molto diversi da quello di acquisto, suscettibili di determinare perdite di capitale (**Decisione 8092**).

*Correttezza dell'operato dell'intermediario che, in presenza di un investitore esperto che immette, di propria iniziativa, un ordine di vendita con parametro "a mercato", non adotta presidi idonei a limitare le perdite*

**Dec. 8092 del 2.07.2025**

Di converso, l'Arbitro ha ravvisato la violazione, da parte dell'intermediario, delle regole di condotta in materia di esecuzione di ordini in un'ipotesi di ritardo nell'esecuzione di disposizioni di disinvestimento "al meglio" di strumenti finanziari negoziati sui mercati regolamentati, giustificata - nella prospettiva dell'intermediario - dalla necessità di acquisire contestualmente la firma di tutti i coeredi su moduli cartacei. In particolare, nel rilevare che l'intermediario non aveva fornito alcuna motivazione per la quale esso non potesse acquisire gli ordini in formato digitale, ovvero e in ogni caso procedere alla successiva digitalizzazione di ordini eventualmente cartacei, e che la necessità di raccogliere tutte le firme dei titolari nello stesso giorno non trovava riscontro neppure nelle prassi di generale utilizzo (ben potendosi considerare l'ordine validamente disposto dopo la firma dell'ultimo co-erede firmatario, ancorché apposta in data differente rispetto a quelle degli altri aventi diritto), il Collegio ha ritenuto non raggiunta la prova che l'intermediario avesse agito in conformità ai canoni di diligenza e correttezza richiesti (**Decisione 8291**).

*Illegittimità della condotta dell'intermediario che ritarda l'esecuzione di ordini di disinvestimento "al meglio" di strumenti finanziari negoziati sui mercati regolamentati sull'assunto di dover acquisire contestualmente la firma di tutti i coeredi su moduli cartacei*

**Dec. 8291 dell'11.12.2025**

## Il servizio accessorio di custodia e amministrazione di strumenti finanziari

### Decisioni 7867 8022 8069

In sede di trattazione di talune controversie concernenti il servizio accessorio di custodia e amministrazione di strumenti finanziari, l'Arbitro ha avuto modo di precisare che gli obblighi informativi, gravanti sul prestatore del servizio di custodia e di amministrazione di strumenti finanziari in ordine alle vicende che interessano i titoli oggetto di deposito e che implicano operazioni su di essi, non possono ritenersi assolti attraverso la pubblicazione di comunicazioni nell'area pubblica del sito web dell'intermediario, senza la trasmissione di comunicazioni individualmente rivolte al cliente (effettuate, ad esempio, via posta, via e-mail o anche nella sezione riservata del sito) **(Decisione 8022)**.

Una peculiare vicenda in cui una controparte centrale aveva annunciato l'esercizio anticipato di opzioni *call* di cui il ricorrente era venditore, ha fornito al Collegio l'occasione per ulteriormente chiarire i confini degli obblighi informativi gravanti sull'intermediario depositario. In particolare, dalla comunicazione della controparte centrale era scaturita la richiesta al ricorrente di consegnare 210.000 azioni sottostanti, essendo egli il venditore delle opzioni *call*, con conseguente necessità dello stesso di ricorrere al mercato per completare la provvista necessaria a regolare la consegna anticipata. In proposito, l'ACF ha dichiarato l'intermediario prestatore del servizio di custodia e amministrazione di strumenti finanziari tenuto a soddisfare la richiesta del cliente di ottenere copia della comunicazione ad esso inviata dalla controparte centrale, in cui quest'ultima aveva annunciato l'esercizio anticipato delle opzioni *call* - peraltro, in concomitanza con lo stacco del dividendo delle azioni sottostanti - e in virtù della quale il depositario aveva poi informato il cliente stesso dell'assegnazione anticipata di un certo numero di opzioni, con conseguente obbligo da parte del cliente stesso - in qualità di venditore delle stesse - di consegnare le azioni sottostanti. Nello specifico, l'Arbitro - ricordando che il depositario è tenuto, ai sensi dell'art. 1838 c.c., a custodire i titoli, ad esigerne gli interessi e i dividendi e a curare le riscossioni per conto del cliente, nonché a provvedere alla tutela dei diritti inerenti i titoli - ha rilevato che conoscere i contenuti dell'originaria comunicazione della controparte centrale rivesta un'apprezzabile rilevanza per il cliente, il quale deve essere messo in condizione di poter verificare la correttezza di una procedura che lo ha costretto a fare ricorso al mercato per completare la provvista di azioni sottostanti alle opzioni da consegnare e gli ha impedito di godere della riscossione del dividendo su tali azioni, laddove le esigenze di riservatezza possono essere tutelate oscurando le eventuali informazioni presenti nella comunicazione della controparte centrale riguardanti altri clienti ovvero i rapporti contrattuali tra intermediario e controparte centrale **(Decisione 8069)**.

Nel corso dell'anno è, inoltre, pervenuta allo scrutinio del Collegio una controversia concernente il contestato non corretto adempimento degli obblighi inerenti alla prestazione del servizio accessorio di custodia e amministrazione di strumenti finanziari, in particolare sotto il profilo dell'inadempimento degli obblighi di corretta informazione in corso di rapporto. Segnatamente, il ricorrente si doleva della scarsa chiarezza e completezza informativa in ordine alle ricadute

*Inidoneità a far ritenere assolti gli obblighi informativi dell'intermediario depositario della mera pubblicazione nel sito web di comunicazioni inerenti ai titoli in deposito*

**Dec. 8022 del 22.05.2025**

*Sussistenza del diritto dell'investitore di ottenere, dall'intermediario depositario, copia della comunicazione inviata dalla controparte centrale*

**Dec. 8069 del 25.06.2025**

*La mancata indicazione, nell'home banking, del valore medio fiscale di acquisto di uno strumento finanziario non assume rilievo causale nella scelta di disinvestire un titolo in presenza di altri elementi segnaletici della perdita potenziale dell'investimento*

**Dec. 7867 del 19.02.2025**

di uno di switch tra classi che aveva interessato le quote di un fondo da esso detenuto, ritenendo non corretto che l'intermediario avesse reso visibile sull'*home banking* esclusivamente il rendimento del fondo a valle dello *switch* e non anche il "valore medio fiscale di carico", più utile, secondo l'investitore, ai fini di una compiuta scelta di disinvestimento. L'Arbitro - ad esito del suo scrutinio - ha ritenuto che all'assenza, nell'*home banking*, di un campo relativo al valore medio fiscale di acquisto non potesse attribuirsi rilievo causale ai fini della decisione di disinvestimento del cliente in quanto risultava comunque disponibile il dato relativo al controvalore dell'investimento che, laddove inferiore a quanto conferito in fase di originaria sottoscrizione, rappresenta un evidente elemento segnaletico, anche per un investitore medio, della perdita potenziale registrata dall'investimento **(Decisione 7867)**.

## Il danno risarcibile

### Il nesso di causalità e il concorso di colpa

#### Decisioni 7896 7900 7905

Anche nel 2025, sono pervenute all'esame del Collegio controversie riguardanti operatività posta in essere dai clienti mediante l'utilizzo di piattaforme di *trading online* che prevedono peculiari forme di collaborazione da parte di un consulente finanziario, il quale formalmente non ha raccomandato le operazioni d'investimento, ma emergono dubbi sul fatto che tali operazioni siano effettivamente frutto di autonome decisioni degli investitori e non oggetto di consulenza.

Nell'occasione, l'Arbitro - nel ribadire i rilievi critici sul carattere scarsamente tutelante di tali sistemi in relazione alla compiuta osservanza della disciplina in materia di valutazione di adeguatezza - ha, allo stesso tempo, stigmatizzato la condotta dei clienti consistita nell'aver del tutto ignorato il contenuto delle valutazioni di adeguatezza effettuate con esito negativo dall'intermediario sulle operazioni contestate. In particolare il Collegio, pur ritenendo che tale condotta non facesse venire meno la responsabilità addebitabile all'intermediario sotto il profilo (assorbente o concorrente con altre irregolarità di carattere informativo) del non corretto adempimento degli obblighi in materia di valutazione di adeguatezza, ha al contempo ravvisato un concorso di colpa dei ricorrenti nella causazione del danno, per effetto del quale il risarcimento è stato loro riconosciuto in misura pari al 50% delle perdite subite **(Decisioni 7896 e 7900)**.

L'Arbitro ha sovente affermato che anche i clienti che operano online devono attenersi alle regole di comune diligenza, ritenendo censurabile la condotta di quegli investitori che, avvalendosi del canale digitale, pongono autonomamente in essere per lunghi periodi e con sistematicità, spesso giornaliera, operazioni d'investimento in strumenti rischiosi e, ignorando la valenza segnaletica delle perdite via via maturate, si dolgono solo successivamente e spesso a distanza di molto tempo di presunti inadempimenti della normativa di settore da parte dell'intermediario, con l'intento evidente di scaricare sulla controparte gli effetti dannosi del loro operare.

*Sussistenza del concorso di colpa dell'investitore che, nell'ambito di operatività online posta in essere in collaborazione con il consulente finanziario, ignora gli esiti negativi delle valutazioni di adeguatezza*

**Dec. 7896 e 7900 del 6.03.2025**

*Interruzione del nesso causale nel caso di investitore che continua ad operare in marginazione, nonostante la consapevolezza di subire gravi perdite*

**Dec. 7905 del 13.03.2025**

Ricalcando tale orientamento, l'Arbitro - ad esito dell'esame di una controversia riguardante l'inadempimento degli obblighi informativi in occasione dello svolgimento di un'operatività in marginazione - ha reputato interrotto il nesso causale tra gli asseriti inadempimenti e il danno, in ragione del comportamento del ricorrente sostanziatosi nell'aver continuato ad operare sistematicamente in marginazione anche dopo aver assunto consapevolezza del rischio di subire perdite persino superiori al capitale inizialmente versato per i margini (vale a dire, dopo la chiusura della posizione lunga *multiday* sulle azioni oggetto di contestazione e financo dopo la presentazione del reclamo e la proposizione del ricorso). Tale comportamento ha indotto l'ACF a ritenere che il ricorrente, in ossequio al principio del "più probabile che non", avrebbe in ogni caso effettuato l'operatività contestata (**Decisione 7905**).

## La liquidazione del danno

### Decisioni 7794 7895 8174

Nel 2025, l'Arbitro ha avuto modo di chiarire che, quando le violazioni accertate riguardano il comportamento tenuto dall'intermediario in pendenza degli investimenti, il danno risarcibile non può essere individuato nella differenza tra il controvalore investito e l'importo ricevuto all'esito della relativa liquidazione - criterio che si utilizza qualora si tratti di accertamento di comportamenti violativi afferenti alla fase genetica degli investimenti - e occorre che siano individuabili una o più date correlate alle violazioni accertate a cui poter ancorare il valore residuo degli investimenti (**Decisione 7794**).

Secondo l'orientamento oramai consolidato dell'Arbitro, il riconoscimento del danno da "lucro cessante" presuppone, anche quando ne sia richiesta una liquidazione equitativa, un'allegazione concreta e credibile, ad opera del ricorrente, di quali sarebbero stati gli impieghi alternativi verso cui egli si sarebbe orientato in caso di corretto adempimento degli obblighi posti in capo all'intermediario.

Muovendo da tale prospettiva, l'Arbitro ha affermato che l'esistenza nel patrimonio del ricorrente di un prodotto che, con il senno del poi, è risultato più remunerativo rispetto ad altri e l'affermazione del ricorrente, anch'essa a posteriori, che - in alternativa ai prodotti meno performanti - il cliente avrebbe potuto investire maggiormente in tale prodotto non integrano, in assenza di ulteriori elementi anche solo indiziari, un'allegazione concreta e verificabile di plausibili impieghi alternativi (**Decisione 7895**).

Nelle controversie aventi ad oggetto investimenti in fondi comuni, è orientamento del Collegio che la circostanza che le relative quote persistano nel patrimonio dell'investitore non è ostativa al riconoscimento del risarcimento del danno che va, in questi casi, liquidato in misura pari alla perdita di valore intervenuta alla data in cui il cliente ha assunto consapevolezza delle irregolarità realizzate dall'intermediario - individuata, in mancanza di diverse evidenze, nella data del reclamo - e ciò sull'assunto che le conseguenze dell'indebito accollo del rischio al cliente cessano - o comunque non sono più direttamente riconducibili alla violazione da parte dell'intermediario dei propri obblighi verso l'investitore - a partire dal momento in cui quest'ultimo, adoperando l'ordinaria diligenza cui

*In caso di violazioni da parte dell'intermediario in pendenza degli investimenti, ai fini della quantificazione del danno risarcibile è necessario individuare una o più date correlate alle violazioni accertate a cui ancorare il valore degli investimenti*

**Dec. 7794 del 14.01.2025**

*Ai fini del riconoscimento del danno da lucro cessante è necessaria un'allegazione concreta e verificabile di plausibili impieghi alternativi del capitale che non può dirsi integrata dalla mera esistenza nel patrimonio del ricorrente di un prodotto che, ex post, è risultato più remunerativo rispetto ad altri e dall'affermazione che - in alternativa ai prodotti meno performanti - il cliente avrebbe potuto investire maggiormente in tale prodotto*

**Dec. 7895 del 6.03.2025**

ciascuno è tenuto nella gestione del proprio patrimonio, sia stato in grado di percepire egli stesso l'esistenza di tali rischi.

In proposito l'Arbitro ha avuto modo di chiarire che il metodo di quantificazione del danno sopra descritto non può, tuttavia, essere utilizzato in caso di quote costituite in pegno di cui il cliente non avrebbe potuto chiedere, alla data del reclamo, il rimborso, essendo esse soggette - appunto - al vincolo di indisponibilità prodotto dalla loro costituzione in pegno. Il Collegio ha, dunque, concluso che, in simili casi, manca la prova di un danno attuale e concreto (**Decisione 8174**).

*Mancanza di attualità e concretezza del danno in caso di quote di fondi ancora in possesso dell'investitore ma costituiti in pegno*

**Dec. 8174 dell'18.09.2025**

## **Nullità del contratto quadro e delle singole operazioni di investimento**

### **Ratifica tramite sottoscrizione successiva degli ordini**

#### **Decisione 7841**

Nel corso dell'anno, l'esame di una controversia concernente il tema del non corretto adempimento da parte dell'Intermediario degli obblighi inerenti alla prestazione di un servizio di investimento, con particolare riguardo alla liquidazione di strumenti finanziari in assenza di previa autorizzazione del cliente, ha offerto al Collegio l'occasione per chiarire che, in presenza di operazioni poste in essere dall'intermediario prima di acquisire il formale consenso del cliente, la sottoscrizione - pur successiva - degli ordini da parte dell'investitore assume valore di ratifica dell'operato dell'intermediario, anche ai sensi e per gli effetti dell'art. 1399 c.c., ed esclude la responsabilità che potrebbe essere ascritta a quest'ultimo a causa dell'assenza di preventiva autorizzazione al momento dell'esecuzione delle operazioni (**Decisione 7841**).

*La sottoscrizione successiva degli ordini costituisce ratifica dell'operato dell'intermediario che va esente da responsabilità*

**Dec. 7841 del 6.02.2025**

### **Vendite non autorizzate in caso di esercizio del diritto di squeeze-out**

#### **Decisione 8022**

Nel corso del 2025, è stato portato all'attenzione del Collegio un caso in cui, in seguito al successo di un'OPA totalitaria lanciata su azioni di cui il ricorrente era titolare, l'offerente aveva esercitato il diritto di *squeeze-out* ai sensi dell'art. 111 del TUF, vale a dire il diritto di acquistare i titoli residui in possesso di coloro che, come il ricorrente, non avevano inteso aderire all'offerta o vendere i titoli azionari sul mercato.

*Insussistenza della responsabilità dell'intermediario per la vendita forzata di azioni oggetto di OPA totalitaria per cui l'offerente si è avvalso del diritto di squeeze-out*

**Dec. 8022 del 22.05.2025**

In proposito, il Collegio ha rilevato che - contrariamente a quanto preteso dal ricorrente secondo cui le azioni erano state liquidate contro la sua volontà - la vendita dei titoli in questione non poteva essere evitata da parte del depositario che aveva operato nel pieno rispetto di quanto prescritto dal richiamato art. 111 del TUF e, pertanto, ha respinto la pretesa risarcitoria del ricorrente (**Decisione 8022**).

# **3. ORIENTAMENTI CONSOLIDATI 2017-2025**



# INDICE DEGLI ORIENTAMENTI CONSOLIDATI 2017-2025

La competenza dell'ACF .....	65
La ricevibilità del ricorso e degli altri atti di parte .....	71
L'ammissibilità del ricorso e degli altri atti di parte .....	74
La titolarità del diritto fatto valere e la legittimazione attiva .....	76
La legittimazione passiva .....	78
La rappresentanza nel procedimento ACF .....	79
I confini del potere cognitivo dell'ACF: il potere dell'Arbitro di pronunciarsi su domande di natura non patrimoniale .....	80
Riparto dell'onere probatorio e mezzi di prova .....	80
Il riparto dell'onere della prova .....	80
Il potere di integrazione documentale del Collegio .....	82
I mezzi di prova .....	82
La prescrizione del diritto azionato con il ricorso .....	84
La classificazione della clientela .....	86
Gli obblighi di informazione verso il cliente .....	86
La profilatura del cliente .....	92
La valutazione di adeguatezza .....	96
La dichiarazione di adeguatezza .....	97
I cambiamenti negli investimenti ( <i>switch</i> ) .....	99
Le regole di <i>product governance</i> .....	100
La valutazione di appropriatezza .....	101
La consulenza in materia di investimenti .....	101
La disciplina del conflitto di interessi .....	102
La gestione individuale di portafogli .....	104

<b>La prestazione dei c.d. servizi esecutivi</b> .....	105
<b>La prestazione del servizio accessorio di custodia e amministrazione di strumenti finanziari</b> .....	109
<b>L'offerta fuori sede</b> .....	110
<b>Il risarcimento del danno</b> .....	111
<b>Le invalidità e la risoluzione del contratto quadro, delle operazioni di investimento e di clausole contrattuali</b> .....	114
<b>La correzione delle decisioni</b> .....	117

## La competenza dell'ACF

1. La verifica sulla competenza dell'ACF deve essere effettuata sulla base del c.d. "*principio della prospettazione*", elaborato dalla giurisprudenza della Suprema Corte, in virtù del quale la competenza a conoscere di una determinata domanda deve essere determinata sulla base di come la stessa è stata prospettata dal ricorrente. Pertanto, la competenza dell'ACF deve ritenersi sussistente laddove sia allegato un inadempimento dell'intermediario ad un obbligo che si assume correlato alla prestazione di un servizio di investimento **(Decisioni 5751, 5782, 6152)**.
2. La sussistenza del potere di *ius dicere* dell'ACF si determina in ossequio al principio della "*perpetuatio iurisdictionis*" di cui all'art. 5 c.p.c., ossia avendo riguardo alla "*legge vigente*" e allo "*stato di fatto esistente al momento della domanda*", risultando così irrilevanti le situazioni preesistenti e i mutamenti successivi al ricorso, non sussistenti al momento della sua presentazione **(Decisioni 5602, 7364, 7985, 8231)**.
  - 2.1. In applicazione di tale principio, l'ACF è competente a conoscere controversie in cui il ricorrente riveste la qualifica di investitore al dettaglio all'atto dell'introduzione del ricorso, mentre aveva lo *status* di cliente professionale al tempo dell'operatività contestata **(Decisioni 3117, 3694, 7985)**. Allo stesso modo, sussiste la competenza dell'Arbitro a decidere le controversie relative a violazioni delle regole di condotta da parte dei fornitori di servizi di *crowdfunding* disciplinate dal Regolamento (UE) 2020/1503 quando, alla data di presentazione del ricorso, il soggetto destinatario dello stesso risulta autorizzato ai sensi del predetto Regolamento, ancorché l'attività oggetto di contestazione si collochi nel periodo precedente **(Decisioni 8231, 8232)**. Similmente, rientra nel potere dell'Arbitro decidere la controversia proposta nei confronti dell'intermediario che al momento della presentazione del ricorso risulta aderente al sistema ACF, essendo irrilevante la successiva perdita dei requisiti che impongono l'adesione all'Organismo, derivata dalla chiusura della succursale italiana dell'impresa d'investimento estera **(Decisioni 3088, 3764, 5602)**.
  - 2.2. In applicazione del principio di "*perpetuatio iurisdictionis*" di cui all'art. 5 c.p.c., l'ACF è competente a conoscere dei ricorsi concernenti polizze assicurative c.d. "*multiramo*" **(Decisioni 6480, 5699, 7346)** e di ramo I **(Decisioni 5773, 6635, 7138)**, presentati successivamente alle modifiche apportate all'art. 25-ter del TUF, in attuazione della Direttiva (UE) 2016/97 del 20 gennaio 2016 (c.d. "*IDD*"), che hanno determinato un ampliamento delle competenze dell'Arbitro, senza che, a tal fine, abbia rilievo il momento di compimento delle violazioni contestate.
3. È da escludersi, anche alla luce del riparto di competenze introdotto con il recepimento della direttiva (UE) 2016/97, c.d. direttiva IDD (*Insurance Distribution Directive*), la competenza dell'ACF in tema di distribuzione di prodotti finanziario-assicurativi qualora effettuata tramite *brokers*, agenti assicurativi o direttamente dalle imprese di assicurazione, in quanto l'articolo 25-ter del

TUF prevede la competenza della Consob e conseguentemente dell'ACF, limitatamente alla distribuzione di prodotti d'investimento assicurativi da parte dei soggetti abilitati alla distribuzione assicurativa di cui all'articolo 1, comma 1, lett. w-bis), ossia gli "intermediari assicurativi iscritti nella sezione d) del registro unico degli intermediari assicurativi di cui all'articolo 109 del decreto legislativo n. 209 del 2005", da cui risultano esclusi gli agenti, i produttori diretti e i broker di assicurazione **(Dichiarazioni di inammissibilità del Presidente del 2 ottobre 2023, del 4 gennaio 2024, del 20 ottobre 2025)**.

**3.1.** Per effetto del recepimento della c.d. "Direttiva IDD" (*Insurance Distribution Directive*) in materia di distribuzione assicurativa, rientrano nella competenza dell'Arbitro le controversie riguardanti la distribuzione di prodotti d'investimento assicurativo, ossia di polizze che - ai sensi dall'art. 4, numero 2, del Regolamento (UE) n. 1268/2014, a cui rinvia l'art. 1, comma 1, lett. w-bis.3) del TUF - presentano una scadenza o un valore di riscatto e in cui tale scadenza o valore di riscatto sono esposti in tutto o in parte, in modo diretto o indiretto, alle fluttuazioni del mercato. Conseguentemente, l'ACF è competente a decidere di controversie aventi ad oggetto sia polizze multiramo con le predette caratteristiche **(Decisioni 6480, 6949, 7364)** sia polizze ramo I in cui, ad esempio, la gestione separata risulti investita prevalentemente in strumenti finanziari **(Decisioni 7117, 7138, 7654)**.

**3.2.** In considerazione della definizione di "distribuzione di prodotti di investimento assicurativi" contenuta nel CAP (Codice delle Assicurazioni Private) a cui rinvia l'articolo 25-ter del TUF, l'ACF conosce anche delle controversie riguardanti la fase successiva a quella della sottoscrizione di tali prodotti, qualora venga in evidenza una condotta scorretta dell'intermediario distributore **(Decisioni 5315, 6168, 7365)**. Nello specifico, l'Arbitro si è dichiarato competente a pronunciarsi sulle controversie relative: *i)* ai ritardi o ostacoli frapposti dall'intermediario alla liquidazione della polizza, in particolar modo circa la non tempestività nella trasmissione delle richieste di riscatto all'impresa di assicurazione **(Decisioni 6270, 7105, 7740)**; *ii)* agli ostacoli frapposti dall'intermediario all'esercizio del recesso assicurativo ai sensi dell'art. 177 del CAP **(Decisione 6216)**; *iii)* all'informativa fornita dall'intermediario sulle tempistiche, modalità e conseguenze di un riscatto o di altre operazioni sulla polizza **(Decisioni 6949, 6990)**; *iv)* alla consulenza al momento del riscatto di una polizza **(Decisione 6612)**.

**3.3.** In materia di prodotti d'investimento assicurativo, l'ACF non è competente a conoscere le controversie che riguardino l'interpretazione e l'applicazione del contratto di assicurazione **(Decisione 6168)** oppure le modalità, i criteri e la tempistica del riscatto delle polizze da parte dell'impresa di assicurazione **(Decisione 6949)**.

**3.4.** L'Arbitro non è competente a vagliare controversie in cui viene eccepita, sulla scorta della decisione della Corte di Cassazione n. 6319 del 2019, la nullità di una polizza a carattere finanziario per mancanza del c.d. "rischio demografico", non venendo in tali casi in evidenza aspetti connes-

si alla distribuzione dei prodotti di investimento o alla loro natura finanziaria, ma piuttosto alla struttura stessa dei contratti di assicurazione e, pertanto, a profili di natura prettamente tecnico-assicurativi, in quanto tali esulanti dalle competenze dell'ACF **(Decisioni 6635, 7267, 7338)**.

4. Rientrano nella competenza dell'ACF le contestazioni relative a comportamenti negligenti tenuti dagli intermediari in sede di liquidazione di quote di OICR, in quanto la gestione collettiva del risparmio si sostanzia, oltre che nella gestione del patrimonio e dei rischi dei fondi, anche nella relativa attività di amministrazione, tra cui va ricompreso il rimborso delle quote, posto che il Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio, adottato dalla Banca d'Italia, nel declinare le attività esercitabili dalle società di gestione collettiva del risparmio (Titolo II - Capitolo III), ricomprende espressamente nell'amministrazione degli OICR l'attività di "rimborso delle quote" (II.3.1) **(Decisioni 3771, 5919)**.
5. L'Arbitro non è competente a conoscere delle controversie aventi a oggetto la sottoscrizione di buoni postali fruttiferi in quanto, essendo essi privi del requisito della "negoziabilità", non possono ritenersi rientranti nel novero dei valori mobiliari e, di conseguenza, non sono suscettibili di integrare la prestazione di un servizio d'investimento, configurabile solo ove questo abbia ad oggetto uno strumento finanziario **(Decisioni 1459, 2508 e, ex multis, Dichiarazione di inammissibilità del Presidente del 21 ottobre 2025)**.
6. L'Arbitro non è competente a conoscere delle controversie concernenti fondi pensione in quanto essi sono rappresentativi di una forma di previdenza complementare privata non riconducibile né alla nozione di strumento finanziario, non essendo tali fondi ricompresi nell'elenco tassativo di cui alla Sezione C dell'Allegato I, del TUF, né alla nozione di prodotto finanziario. In particolare, l'art. 1, comma 2, lett. w-bis.3), del TUF esclude espressamente dalla definizione di "prodotti di investimento assicurativo", tra gli altri, "i prodotti pensionistici", "i regimi pensionistici aziendali" e "i singoli prodotti pensionistici per i quali il diritto nazionale richiede un contributo finanziario del datore di lavoro e nei quali il lavoratore o il datore di lavoro non può scegliere il fornitore o il prodotto pensionistico". **(Decisioni 7147, 7161 e, ex multis, Dichiarazione di inammissibilità del Presidente del 10 novembre 2025)**.
7. L'attività di offerta o distribuzione del servizio di gestione di portafogli di terzi, pur non costituendo un servizio d'investimento e non rientrando tra le attività riservate, può essere senz'altro prestata dagli intermediari collocatori e farsi rientrare - in considerazione della disciplina di cui all'art. 10, comma 10, della Direttiva Delegata (UE) n. 2017/593 del 7 aprile 2016 e dell'art. 76, comma 1, del Regolamento Intermediari - tra le attività disciplinate nella Parte II del TUF (art. 21, comma 2-ter, TUF) e, conseguentemente, nell'ambito di competenza dell'ACF **(Decisioni 7724, 7725, 7744)**.
8. L'Arbitro non è competente a conoscere delle controversie riguardanti strumenti finanziari pervenuti nella titolarità del ricorrente per effetto di un trasferimento tra privati, ossia di uno scambio diretto tra investitori. In tali casi, infatti, il pure necessario coinvolgimento dell'intermediario - che deriva dal

fatto che, di norma, il regime di circolazione delle azioni è quello della dematerializzazione - non consente, in mancanza di prova o di elementi presuntivi di segno diverso, di ravvisare la prestazione di un servizio di investimento **(Decisioni 5414, 6301, 6318)**. Costituiscono elementi indiziari di un ruolo di intermediazione attiva del soggetto abilitato: *i)* il fatto che l'operazione sia stata oggetto, da parte dell'intermediario, di una valutazione di adeguatezza o di appropriatezza; *ii)* le peculiari condizioni soggettive delle persone coinvolte nel trasferimento, come, ad esempio, il fatto che acquirente e venditore siano residenti in regioni diverse o comunque in luoghi molto lontani tra loro e siano privi di competenza ed esperienza adeguate in ambito finanziario, così da non potersi ritenere che si siano fatti parte attiva per operare su titoli emessi dall'intermediario in modo del tutto indipendente rispetto a quest'ultimo; *iii)* gli esiti di vigilanza sanzionatoria della Consob che accertino lo svolgimento di un'attività di intermediazione da parte del soggetto abilitato **(Decisioni 1959, 2435, 3658)**.

9. Le controversie concernenti questioni tributarie relative a strumenti finanziari rientrano nella competenza dell'ACF laddove le doglianze mosse dal ricorrente abbiano ad oggetto il mancato adempimento, in particolare sotto il profilo informativo, da parte dell'intermediario di obblighi strumentali a consentire al cliente di operare consapevolmente in materia di investimenti finanziari, quali la mancata comunicazione circa le minusvalenze generatesi o circa gli effetti fiscali dell'operatività o, ancora, la corretta indicazione del prezzo di carico degli strumenti **(Decisioni 6731, 7725, 8113)**. Al contrario, non possono essere conosciute dall'Arbitro le doglianze volte esclusivamente a contestare la non corretta applicazione da parte dell'intermediario della normativa fiscale **(Decisioni 7048, 7201, 7446)**.
10. L'Arbitro non ha competenza rispetto a fattispecie di natura bancaria, in quanto non concernenti la prestazione di servizi d'investimento. Conseguentemente, sono estranee all'ambito di competenza dell'ACF le controversie relative a: *i)* strumenti e servizi di pagamento come gli assegni **(Decisioni 5597, 8064)** o i bonifici, anche in caso di operazioni truffaldine **(Decisione 7772 e Dichiarazione del Presidente del 9 gennaio 2025)**; *ii)* libretti di risparmio o postali **(Decisione 5601, Dichiarazione del Presidente del 1° luglio 2024 e del 21 maggio 2024)**; *iii)* asserita illegittima segnalazione del nominativo di un cliente alla Centrale Rischi della Banca d'Italia **(Decisione 5686, Dichiarazione del Presidente del 10 ottobre 2024)**; *iv)* trasferimento di conti correnti **(Decisione 5762)** o di servizi di pagamento connessi al conto **(Decisione 3746)**.
11. L'ACF è competente a conoscere di un contratto di finanziamento solo se qualificabile come servizio di investimento accessorio, in quanto erogato allo scopo di sottoscrivere uno strumento finanziario, oppure nell'eventualità in cui sussista un intimo collegamento negoziale tra il contratto bancario e quello di investimento, il che non ricorre, ad esempio, per il solo fatto che il finanziamento venga suggerito dall'intermediario in alternativa al disinvestimento di titoli e che i prodotti sottoscritti vengano costituiti in pegno al credito erogato **(Decisioni 7937, 8174)**.

- 12.** L'Arbitro conosce delle controversie relative al disinvestimento di prodotti finanziari gravati da pegno, laddove vengano in evidenza non tanto la congruità o meno dei tempi occorsi all'intermediario ai fini del perfezionamento dello svincolo della garanzia, quanto piuttosto la correttezza del complessivo lasso temporale - comprensivo anche delle formalità necessarie per lo svincolo del pegno - intercorso tra la ricezione della richiesta di disinvestimento e la sua trasmissione all'emittente e quindi, in definitiva, la corretta esecuzione dell'ordine impartito **(Decisioni 6270, 6613, 6917)**.
- 13.** Le controversie afferenti al contratto di custodia e amministrazione titoli rientrano nella competenza dell'Arbitro quando l'obbligazione di cui il ricorrente deduce l'inadempimento sia riferibile al servizio accessorio di deposito titoli e non, invece, quando riguardi un'obbligazione tipica del contratto di deposito bancario e l'intermediario sia coinvolto nel suo mero ruolo di "amministratore" del deposito **(Decisioni 6694, 7266, 7688)**. Pertanto, è ravvisabile la competenza dell'ACF in quei casi in cui la corretta valorizzazione dei titoli (o del loro prezzo di carico) presenti sul deposito amministrato o la mancata consegna delle certificazioni sulle minusvalenze o la tempestiva comunicazione al depositario di un'informazione dovuta, o ancora i ritardi nelle operazioni di trasferimento di strumenti finanziari presso altri intermediari, siano funzionali all'assunzione di scelte d'investimento **(Decisioni 8052, 8244, 8288)**.
- 13.1.** Rientrano nella competenza dell'ACF i ricorsi volti a contestare l'inadempimento dell'obbligo del depositario di comunicare al depositante le operazioni di aumento di capitale che interessano i titoli in deposito, in quanto funzionale, ai sensi dell'art. 1838 c.c., a permettergli di esercitare tempestivamente i propri diritti d'opzione e dunque a consentire al cliente l'assunzione di idonee scelte di investimento relativamente ai titoli detenuti in deposito **(Decisioni 6719, 6720, 7014)**. Stante il carattere esemplificativo dell'articolo 1838 c.c., l'Arbitro conosce anche di controversie riguardanti la mancata o errata informazione: *i)* su offerte pubbliche di acquisto o scambio **(Decisioni 6379, 6439, 6831)**; *ii)* su eventi societari degli emittenti che hanno ripercussioni dirette sui titoli **(Decisioni 5604, 7055)**; *iii)* sull'esistenza di procedure fallimentari riguardanti l'emittente che permettano agli interessati di intraprendere iniziative sui titoli **(Decisioni 5412, 6490, 8019)**; *iv)* sul *delisting* o la revoca dalla negoziazione di uno strumento **(Decisioni 6571, 7274, 7636)**.
- 14.** L'Arbitro è competente a conoscere delle controversie relative a violazioni degli obblighi di rendicontazione degli strumenti finanziari, disciplinati nel Regolamento Delegato (UE) 2017/565 del 25 aprile 2016, in quanto l'obbligo di rendicontazione periodica da parte del depositario è esplicitazione del generale dovere degli intermediari di operare in modo che i clienti "*siano sempre adeguatamente informati*", sancito dall'art. 21, comma 1, lett. b), del TUF **(Decisioni 1922, 3451, 5610)**.
- 15.** Sono escluse dalla competenza dell'ACF le controversie relative alla violazione dell'articolo 94 del TUF, concernenti contestazioni in ordine a caren-

ze informative del prospetto, in quanto l'art. 4, comma 1, del Regolamento ACF, circoscrive l'ambito di operatività dell'Arbitro alle (sole) controversie "tra investitori e intermediari relative alla violazione da parte di questi ultimi degli obblighi di diligenza, correttezza, informazione e trasparenza previsti nei confronti degli investitori nell'esercizio delle attività disciplinate nella parte II del TUF [...]" **(Decisioni 7726, 7803, 8016)**.

**15.1.** Nelle controversie che vedono coinvolto l'intermediario anche nella sua qualità di emittente gli strumenti finanziari contestati, non rientrano nell'ambito di competenza dell'ACF le doglianze riguardanti la correttezza dell'informativa sulla situazione patrimoniale della società o l'accertamento di una sua eventuale responsabilità extracontrattuale per asserite false comunicazioni sociali **(Decisioni 5555, 5592, 5750)**.

**16.** L'ACF non può conoscere di controversie riguardanti carenti o decettive informazioni contenute nei documenti chiave dei fondi (KIID), in quanto l'Arbitro non può svolgere approfondimenti volti a valutare il rispetto di obblighi - quali quelli in tema di predisposizione dei documenti relativi all'offerta di quote o azioni di OICR - che rinvengono dalla disciplina contenuta nella Parte IV del TUF riguardante gli emittenti e non già nella Parte II del TUF, a cui l'art. 4, comma 1, del Regolamento ACF fa riferimento per tracciare i limiti di competenza dell'Arbitro **(Decisioni 7296, 7719, 8006)**.

**17.** Rientrano nel potere di cognizione dell'Arbitro le controversie concernenti la responsabilità sussidiaria dell'intermediario per le condotte scorrette poste in essere dal consulente finanziario di cui esso si avvale, stante il combinato disposto degli artt. 2 e 4 del Regolamento ACF, in base al quale rientrano nel novero degli intermediari nei cui confronti possono essere proposti ricorsi all'ACF "i soggetti abilitati di cui all'art. 1, comma 1, lettera r, del TUF, anche con riguardo all'attività svolta per loro conto da parte di consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede di cui all'art. 31 TUF" **(Decisioni 1505, 4488, 5193)**. Tale competenza dell'Arbitro sussiste anche nell'ipotesi di condotte del consulente di natura dolosa aventi rilevanza penale, essendo sufficiente che si discuta di una responsabilità dell'intermediario che trova il suo fondamento in un'attività inerente alla prestazione di un servizio di investimento **(Decisioni 1781, 2559)**.

**18.** Sono inammissibili, per incompetenza dell'ACF, i ricorsi proposti nei confronti di imprese d'investimento dell'Unione europea operanti in Italia in libera prestazione dei servizi, in quanto -trattandosi di soggetti non aderenti all'ACF - essi non rientrano nel novero degli intermediari nei cui confronti possono essere incardinate controversie avanti l'Arbitro per le Controversie Finanziarie **(Dichiarazioni di inammissibilità del Presidente del 18 marzo 2025; 14 luglio 2025, 15 settembre 2025)**.

**18.1.** L'adesione al sistema ACF non implica automaticamente la competenza dell'Arbitro nei casi in cui le imprese d'investimento o le società di gestione dell'Unione europea prestino servizi di investimento sia attraverso la succursale stabilita sul territorio nazionale che in libera prestazione di servizi, dovendosi in tal caso indagare, attraverso la

documentazione disponibile in atti, il concreto coinvolgimento nella vicenda sottoposta allo scrutinio dell'Arbitro della succursale italiana e se questa sia o meno abilitata a prestare il servizio d'investimento contestato **(Decisioni 3730, 7291, 7352)**.

- 19.** In base all'art. 4, comma 3-bis, del Regolamento ACF, sono inammissibili in tutto o in parte, i ricorsi che riguardano "operazioni o comportamenti posti in essere entro il decimo anno precedente alla data di proposizione del ricorso" **(Decisioni 8031, 8127, 8261)**. Il suddetto termine decennale è insuscettibile di interruzione ovvero di sospensione, non potendo trovare applicazione neppure per analogia le norme dettate in materia di prescrizione, istituto a cui la previsione non intende sovrapporsi, perseguendo il diverso fine di limitare la competenza dell'Arbitro a controversie che rientrano in un arco temporale certo **(Decisioni 6908, 7051, 8205)**.
- 20.** A differenza delle disposizioni del codice di procedura civile che definiscono i limiti di competenza per valore facendo riferimento al valore della controversia, l'art. 4, comma 2, del Regolamento ACF non fissa il limite della competenza per valore dell'ACF sulla base del valore dell'investimento o del rapporto di cui si eccepisce la nullità, ma unicamente in funzione della misura della domanda risarcitoria o restitutoria formulata dal ricorrente, che deve essere contenuta entro l'importo di 500 mila euro **(Decisioni 6254, 8235, 8237)**.
  - 20.1.** Rientra nella competenza per valore dell'ACF il ricorso con cui la parte istante, pur a fronte di un danno potenziale o oggettivo superiore a 500 mila euro, limiti la domanda - comprensiva di rivalutazione monetaria e interessi - entro la predetta soglia, non potendo, tuttavia, l'istante riproporre al Collegio, con separato procedimento, la pretesa residua non azionata **(Decisioni 3690, 6874, 7026)**.
  - 20.2.** Il frazionamento della domanda attraverso la formulazione di separati ricorsi, formalmente autonomi ma tutti inerenti a (e nascenti da) un unico rapporto tra le stesse parti, configura un uso opportunistico del diritto di ricorrere all'ACF se esso non risponde ad un interesse apprezzabile del ricorrente quanto piuttosto, e solo, a quello di scomporre una vicenda connotata da evidente unitarietà all'unico fine di poter sottoporre all'Arbitro una domanda che, se presentata unitariamente, supererebbe il limite di valore della controversia fissato dall'art. 4, comma 2, del Regolamento ACF **(Decisioni 573, 1885, 2063)**.

## La ricevibilità del ricorso e degli altri atti di parte

- 21.** Non integra un'ipotesi di irricevibilità del ricorso ai sensi dell'art. 10, comma 2, lett. a), del Regolamento ACF, la pendenza, contestualmente al ricorso davanti all'ACF nei riguardi dell'intermediario, di un parallelo procedimento penale nei confronti del consulente per questo operante, difettando in tal caso l'identità soggettiva necessaria per ritenere che i due procedimenti abbiano ad oggetto i "medesimi fatti" **(Decisione 7005)**.

- 22.** Il requisito di ricevibilità del previo reclamo all'intermediario sui medesimi fatti oggetto del ricorso, richiesto dall'art. 10, comma 2, lett. b), del Regolamento ACF, va inteso in senso sostanziale, dovendosi ritenere integrato anche in presenza di reclami redatti mediante l'utilizzo di "schemi tipo", qualora permettano comunque all'intermediario di poter ricavare elementi sufficienti per qualificare le doglianze del cliente **(Decisione 1277)**. La *ratio* del previo reclamo all'Intermediario, quale condizione di ricevibilità del ricorso, risiede, infatti, nel consentire alle parti di poter definire stragiudizialmente la lite ancor prima della sua eventuale devoluzione all'Arbitro, dovendosi tale condizione ritenersi sussistente quando la comunicazione che precede il ricorso risulta idonea a creare i presupposti affinché l'intermediario sia messo in grado di poter valutare in concreto l'opportunità di risolvere *ex ante* la controversia **(Decisioni 7082, 7902, 7979)**. Conseguentemente, è soddisfatta la condizione di ricevibilità di cui all'art. 10, comma 2, lett. b), del Regolamento ACF, anche nel caso in cui il reclamo, pur non indirizzato direttamente all'intermediario, sia entrato nella sua disponibilità perché trasmessogli da altro soggetto, avendo così potuto esaminare le contestazioni formulate nello stesso **(Decisioni 6546, 7443)**.
- 23.** Il reclamo in cui non viene esplicitato il *quantum* del risarcimento richiesto può ritenersi comunque idoneo ad integrare un valido reclamo ai sensi dell'art. 10, comma 2, lett. b), del Regolamento ACF, allorquando le condotte contestate all'intermediario risultano quantomeno ivi già delineate, mettendo così quest'ultimo in grado di colmare le lacune allegative del ricorrente attraverso le informazioni inerenti al rapporto con l'investitore che comunque l'intermediario ha a sua disposizione **(Decisioni 1600, 4912, 7311, 7336, 8158)**.
- 24.** Non integrano reclami validamente proposti le mere richieste di documentazione o di informazioni o gli atti generici di interruzione della prescrizione, in quanto non idonei ad assolvere alla funzione tipica del reclamo, cioè quella di stimolare la possibile risoluzione bonaria della controversia insorta tra le parti **(Decisioni 494, 2019, Dichiarazione del Presidente del 15 settembre 2025)**.
- 25.** Sono da considerarsi equivalenti al reclamo ai fini della valutazione del requisito di ricevibilità del ricorso richiesto dall'art. 10, comma 2, lett. b), del Regolamento ACF, l'istanza di mediazione e l'adesione ad una procedura conciliativa, nonché il precedente ricorso all'Arbitro Bancario Finanziario dichiaratosi incompetente, in quanto espressivi dell'intenzione del cliente di voler provare ad ottenere una soluzione della controversia e dunque, come tali, idonei a creare i presupposti affinché la controversia sia risolta *ex ante* **(Decisioni 321, 1566, 2378, 3892, 5668, 7172, 7740)**.
- 26.** Il requisito della medesimezza dei fatti tra oggetto del reclamo e del ricorso, richiesto a pena di irricevibilità, dall'art. 10, comma 2, del Regolamento ACF, va inteso in termini non formali, ma come sostanziale equivalenza delle doglianze articolate nei due atti, non essendo preclusa la possibilità di allegare nel ricorso nuovi argomenti, o anche nuovi fatti secondari,

la cui deduzione nel procedimento avanti l'Arbitro rappresenta la naturale conseguenza dell'interlocuzione intervenuta nella fase di reclamo (**Decisioni 93, 2096, 3247, 4960, 8098, 8122, 8211**).

**26.1.** L'articolazione nel ricorso di doglianze nuove volte a lamentare operazioni d'investimento ulteriori o contestazioni nuove rispetto a quelle oggetto di reclamo comporta la parziale irricevibilità del ricorso (**Decisioni 2119, 2944, 4595, 5444, 7084, 7754**), tranne che si tratti di contestazioni circa l'invalidità dell'operazione di investimento, essendo incoerente una preclusione in tal senso considerato che la nullità è rilevabile anche di ufficio (**Decisioni 5940, 7004, 7806**).

**27.** In considerazione di quanto previsto dall'art. 10, comma 2, del Regolamento ACF, secondo cui "*Il ricorso può essere proposto quando: [...] b-bis) sui medesimi fatti oggetto dello stesso, l'Arbitro non si è già pronunciato con decisione di merito*", è irricevibile un ricorso con cui vengono reiterate le medesime doglianze già formulate nei confronti di uno stesso intermediario nell'ambito di una precedente controversia conclusasi con una pronuncia di merito da parte dell'Arbitro, anche qualora i fatti di causa siano proposti in modo diverso ma nella sostanza siano sovrapponibili a quelli del primo ricorso o si adducano doglianze nuove che ben avrebbero potuto essere avanzate in precedenza (**Decisioni 7573, 8035, 8263**).

**28.** Il *dies a quo* per il calcolo del termine annuale per la presentazione del ricorso, previsto dall'art. 10, comma 3, del Regolamento ACF, deve individuarsi nella data in cui la spedizione del reclamo si è effettivamente perfezionata, ossia nel giorno in cui lo stesso è stato ricevuto dall'intermediario, perché solo in quel momento può davvero dirsi che il reclamo sia stato presentato (**Decisioni 1979, 2299, 3287**).

**28.1** Il requisito di ricevibilità di cui all'articolo 10, comma 3, del Regolamento ACF, secondo cui il ricorso può essere proposto entro un anno dalla presentazione del reclamo, in presenza di plurimi reclami reiterati nel tempo, va inteso avendo riguardo all'ultimo di essi inviati all'intermediario, altrimenti il cliente subirebbe una sorta di decadenza dalla possibilità di adire l'ACF una volta trascorso l'anno dal primo reclamo su determinati fatti (**Decisioni 6299, 6849, 7263**).

**29.** Ai fini della ricevibilità del ricorso, questo - ai sensi dell'art. 11, comma 1, del Regolamento ACF - deve essere presentato utilizzando esclusivamente il modulo messo a disposizione sul sito *web* dell'Arbitro, secondo le istruzioni operative ivi disponibili, non essendo ammesso ometterne la compilazione attraverso il rinvio al reclamo o a documenti separatamente prodotti (**Decisioni 6572, 7198, Dichiarazione del Presidente del 4 novembre 2025**).

**29.1.** La compilazione della "Sezione H" del modulo ("Le operazioni contestate") messo a disposizione sul sito *web* dell'Arbitro ai fini della presentazione del ricorso, pur rivestendo grande importanza, non integra - di per sé sola considerata - condizione di ricevibilità del ricorso ai sensi dell'art. 11, comma 1, del Regolamento ACF. Pertanto, se la

domanda risulta sufficientemente determinata in ragione di quanto altresì contenuto nella sezione del modulo relativa alla descrizione dei fatti e delle violazioni contestate, l'Arbitro può senz'altro conoscere i ricorsi in cui la "Sezione H" non è stata valorizzata (**Decisioni 7762, 7860, 8142**).

**29.2.** Non comporta la irricevibilità del ricorso, la omessa compilazione da parte del ricorrente della "Sezione H" del modulo del ricorso nei casi in cui l'operatività contestata sia superiore alle dieci operazioni (corrispondente alla massima capienza della tabella), potendosi in tali casi predisporre e allegare un separato *file* redatto rispettando il contenuto del modello di cui alla richiamata "Sezione H" (**Decisioni 7577, 7762, 8117**).

**29.3.** È irricevibile il ricorso nel quale le operazioni contestate non sono riportate nella "Sezione H" del modulo messo a disposizione sul sito web dell'Arbitro, ma sono esclusivamente individuate facendo rinvio ad una consulenza tecnica prodotta in atti dal ricorrente e richiamata in modo generico nel ricorso (**Decisione 7621**).

**30.** Gli atti di parte diversi dal ricorso, per i quali l'art. 10, comma 3, del Regolamento ACF, non prevede espressamente l'irricevibilità, non possono comunque essere presi in considerazione se trasmessi con modalità non conformi a quanto previsto dall'art. 11, comma 1-*bis*, del Regolamento ACF, a mente del quale *"Per le fasi procedurali previste dai commi 2, 4, 5 e 6 le parti utilizzano esclusivamente la modulistica resa disponibile sul sito web dell'Arbitro e la trasmettono attraverso il medesimo sito"* (**Decisioni 7696, 8268, 8273**). Al contrario, i documenti depositati dalle parti a corredo delle memorie difensive pur irrualmente trasmesse, in quanto non oggetto di una espressa previsione analoga a quella del citato art. 11, comma 1-*bis*, del Regolamento ACF, possono essere debitamente valutati in sede decisoria (**Decisioni 7081, 7503, 7574**).

## L'ammissibilità del ricorso e degli altri atti di parte

**31.** Sono ammissibili, sotto il profilo della determinatezza della domanda richiesta dall'art. 12, comma 2, lett. a), del Regolamento ACF, i ricorsi in cui, sebbene le doglianze siano espresse in maniera succinta, sia indicato in modo sufficientemente preciso il bene della vita cui il ricorrente aspira, così da permettere a parte resistente di difendersi anche tenendo conto di quanto desumibile dai precedenti reclami (**Decisioni 37, 345, 1538, 2601, 3436, 7445, 7804, 7896**).

**31.1.** Il ricorrente ha l'onere di formulare una domanda che abbia un contenuto concreto e determinato e che si traduca in un qualche tipo di pretesa in modo da permettere all'intermediario di difendersi in maniera adeguata rispetto alle contestazioni mosse nei suoi confronti (**Decisioni 42, 643, 1836, 2918, 4783, 5721, 5918, 6248**).

**31.2.** Il ricorrente deve individuare in modo puntuale le concrete operazio-

ni di investimento cui si riferiscono le contestazioni mosse, dovendosi ritenere inammissibile un ricorso relativo ad una pluralità indeterminata di operazioni ovvero avente ad oggetto genericamente i medesimi inadempimenti relativi a plurimi investimenti compiuti in un prolungato arco temporale, non essendo concepibile una valutazione di sintesi del Collegio per un'attività pluriennale d'investimento **(Decisioni 1616, 3116, 4836, 7545, 7595, 8129)**.

**32.** Non attengono a profili di ammissibilità del ricorso, essendo questioni di merito, le eventuali carenze probatorie del ricorso circa la sussistenza del nesso di causalità o del danno, anche rispetto al suo carattere di attualità **(Decisioni 2478, 4354, 6745, 6957, 7004)**.

**33.** In applicazione delle previsioni generali di cui al codice di procedura civile, oltre che in base ai principi elaborati dalla giurisprudenza in materia di giusto processo (tra tutte, Sezioni Unite della Corte di Cassazione, sentenza n. 12310 del 15 giugno 2015), non può dirsi integrata una domanda nuova da parte di quel ricorrente che, in sede di deposito di deduzioni integrative, si sia limitato, alla luce delle difese dell'intermediario, a precisare o modificare la propria precedente domanda, sostituendola (e non aggiungendola alla domanda originaria, nel qual caso ricorrerebbe una domanda nuova) e rimanendo tuttavia nell'ambito della vicenda sostanziale originariamente dedotta, senza dunque aver procurato alcuna lesione al diritto di difesa dell'intermediario, potendo questo beneficiare di un termine ulteriore di 15 giorni per replicare alle deduzioni integrative del ricorrente, ai sensi dell'art. 11, comma 6, del Regolamento ACF **(Decisioni 44, 516, 1776, 2652, 3485, 3485, 7255, 7258)**.

**33.1.** Integra, al contrario, una sostanziale *mutatio libelli*, come tale non ammissibile, la formulazione, per la prima volta in sede di deduzioni integrative, di contestazioni che si aggiungono alle precedenti, relative a ulteriori investimenti, a una diversa vicenda sostanziale o a ulteriori violazioni **(Decisioni 1347, 1822, 2405, 3964, 7386, 7794, 7802)**. Alla stregua di ciò, non è ammesso formulare per la prima volta in sede di deduzioni integrative una richiesta risarcitoria aggiuntiva, ciò anche ove possa ritenersi fondata sulla medesima *causa petendi* sottostante alla richiesta risarcitoria già formulata nel ricorso, in quanto costituisce in ogni caso un *petitum* aggiuntivo rispetto a quanto domandato in prima istanza **(Decisioni 3341, 5267)**.

**34.** L'ACF non può procedere all'esame delle contestazioni formulate per la prima volta in sede di deduzioni integrative, specie qualora non siano state neppure oggetto di preventivo reclamo **(Decisioni 3855, 6681, 6689)**. Tuttavia, le domande volte a ottenere la declaratoria di nullità del contratto quadro e/o delle operazioni di investimento possono essere formulate in ogni fase del procedimento, atteso che l'art. 11, comma 9, del Regolamento ACF prevede espressamente la rilevabilità d'ufficio di eventuali fattispecie di nullità contrattuale **(Decisioni 6745, 6882, 7036)**. È, inoltre, ammissibile in sede di deduzioni integrative fondare l'eccezione di nullità su nuove ragioni in precedenza non prospettate, poiché la domanda di

nullità contrattuale è "autodeterminata" e si identifica esclusivamente in relazione al suo *petitum* e la diversa deduzione di differenti motivi di nullità non ne muta in realtà neppure la *causa petendi* che resta sempre rappresentata dalla deduzione della medesima patologia contrattuale **(Decisioni 1758, 3098, 6176)**.

## La titolarità del diritto fatto valere e la legittimazione attiva

- 35.** Ai fini della sussistenza della legittimazione attiva a proporre ricorso all'ACF è sufficiente, in base al c.d. *principio della prospettazione*, che il ricorrente si affermi titolare del diritto fatto valere, integrando l'accertamento dell'effettiva titolarità del diritto, una questione attinente unicamente al merito della controversia **(Decisioni 207, 1196, 1743, 3162, 4215, 5881, 6837, 7949)**.
- 36.** In caso di contestazione circa la legittimazione attiva a presentare ricorso per carenza della prova della qualità di erede, sono sufficienti a provare, almeno per presunzioni, la qualità di erede del ricorrente, la dichiarazione sostitutiva di atto di notorietà per uso successione, unitamente all'esibizione dello stato di famiglia recante l'evidenza dei legami parentali tra il *de cuius* e l'istante, nonché alla presentazione stessa del ricorso (che può essere intesa quale atto tacito di accettazione dell'eredità) **(Decisioni 7069, 7132, 7812)**.
- 36.1.** Fino al momento della divisione ereditaria, ciascun coerede è legittimato ad agire *iure successionis* avanti l'ACF, pretendendo il pagamento dell'intero credito restitutorio o risarcitorio maturato dal *de cuius* nei confronti dell'intermediario, in quanto, come affermato dalle Sezioni Unite della Corte di Cassazione con la sentenza n. 24657 del 28 novembre 2007, detto credito non si ripartisce di diritto tra i coeredi al momento dell'apertura della successione, ma cade in comunione **(Decisioni 1167, 1913, 2925, 4570, 5582, 6485, 6660)**. Al contrario, una volta intervenuta la divisione ereditaria, la comunione deve ritenersi definitivamente cessata, con l'effetto che ciascun erede è legittimato a esercitare esclusivamente i diritti conseguenti alla titolarità del rapporto giuridico a lui pervenuto all'esito della divisione **(Decisione 7410)**.
- 37.** Non è legittimato a far valere violazioni riguardanti la fase genetica del rapporto contrattuale colui che si sia reso cessionario dei titoli oggetto del ricorso per effetto di un atto *inter vivos* a titolo oneroso, essendo egli subentrato successivamente all'originario acquisto per effetto della richiamata cessione. Ne deriva che non potendo quest'ultimo agire se non per effetto di tale acquisto e sopravvenuto *status*, egli non può dirsi legittimato a porre in essere iniziative - anche di natura stragiudiziale, quali quelle facenti capo all'ACF - volte a far valere eventuali responsabilità dell'intermediario per effetto di asseriti comportamenti violativi del quadro normativo di riferimento posti in essere direttamente ed esclusivamente nei

confronti dell'originario contraente dei titoli e riferiti, per l'appunto, alla fase genetica del rapporto contrattuale **(Decisioni 41, 877, 1576, 2585, 3434 6867, 6911, 6915)**.

**38.** Rispetto alle doglianze relative all'acquisto di titoli che hanno formato oggetto di donazione, il soggetto legittimato a far valere l'inadempimento dell'intermediario agli obblighi di condotta all'atto dell'investimento è il donante, quale soggetto che ha sostenuto il costo dell'investimento e ha quindi l'interesse ad essere ristorato del pregiudizio sofferto **(Decisioni 548, 2424, 4158, 4158, 7773, 7829)**. È invece esclusa, in tali casi, la legittimazione attiva del donatario - a meno che egli non provi che la donazione non ha avuto ad oggetto soltanto i titoli, ma anche i connessi diritti di natura risarcitoria vantati dal donante nei confronti dell'intermediario collocatore - posto che, avendo il donatario ricevuto le azioni a titolo di liberalità, egli non ha subito alcun depauperamento del proprio patrimonio **(Decisioni 545, 2099, 2099, 2425, 7773)**.

**38.1.** Nella diversa fattispecie della donazione indiretta, in cui l'acquisto degli strumenti finanziari da parte dell'investitore avviene tramite denaro donato da altro soggetto, la legittimazione attiva spetta al donatario, in quanto in tal caso il risultato dell'attribuzione *donandi causa* si realizza attraverso un procedimento negoziale - che non fa venire meno la soggezione dei singoli atti attraverso cui esso si articola alla disciplina loro propria - essendo l'operazione comunque eseguita dal donatario, unico soggetto che, tra l'altro, intrattiene rapporti con l'intermediario e che vanta il diritto alla corretta esecuzione del rapporto da parte di quest'ultimo **(Decisioni 4158, 8271)**.

**39.** Nel caso di un conto di deposito titoli e di un contratto quadro per la prestazione di servizi di investimento che siano cointestati a più soggetti, la cointestazione integra una fattispecie di solidarietà attiva, con la conseguenza che ciascuno dei contitolari di un deposito, così come ciascuna delle parti stipulanti un contratto per la prestazione di servizi di investimento, è legittimato ad agire per ottenere il risarcimento dei danni derivante dall'inadempimento dell'intermediario ai propri obblighi **(Decisioni 104, 1194, 1575, 3384, 4004, 7562, 7807, 8201)**. Ne deriva che, in simili casi, può proporre ricorso all'ACF anche il cointestatario del rapporto che non ha materialmente disposto l'operazione contestata **(Decisioni 3218, 4550, 6966)**.

**39.1.** Quando gli strumenti finanziari oggetto del ricorso all'Arbitro risultano depositati in un conto titoli cointestato ai due ricorrenti ma contabilizzati in una sotto-rubrica (o sub-deposito) intestata ad uno soltanto di essi, è da ritenersi esclusa la sussistenza di una contitolarietà di tali strumenti, con la conseguenza che solo il titolare della sotto-rubrica è dotato della legittimazione ad agire **(Decisioni 3468, 7976, 8149)**.

## La legittimazione passiva

- 40.** Il difetto di legittimazione passiva dell'intermediario resistente nel procedimento ACF, trattandosi di questione che attiene alla regolare instaurazione del rapporto processuale e del contraddittorio, è suscettibile di essere rilevato d'ufficio dal Collegio **(Decisioni 347, 3040, 4871)**.
- 41.** Nelle controversie aventi ad oggetto investimenti in quote di fondi comuni d'investimento, legittimato passivo rispetto alle domande di nullità, annullamento o risoluzione del contratto di sottoscrizione delle quote del fondo è la società di gestione del risparmio e non l'intermediario collocatore di cui questa si avvale per la loro commercializzazione che, a differenza della SGR, non è controparte di tale contratto **(Decisioni 1406, 4871, 7237, 7606, 7616)**.
- 41.1.** Nelle operazioni di investimento in quote di OICR caratterizzate dall'intervento, a diverso titolo, di due soggetti, è legittimato passivo il gestore e non il collocatore, per le controversie: *i)* relative all'omessa informazioni sull'eventuale mutamento del regime fiscale e sull'aggiornamento della valorizzazione delle quote di un fondo **(Decisioni 3529, 5613, 5718)**; *ii)* sulla mancata informazione circa le modifiche apportate al comparto del fondo in corso di rapporto e alle relative conseguenze nei confronti dei partecipanti al fondo **(Decisioni 6844, 7647, 7802)**; *iii)* sulla mancata preventiva informazione circa operazioni di fusioni tra fondi e sulla mancata acquisizione del consenso dell'investitore in merito alla conversione delle quote **(Decisioni 6946, 7708)**.
- 41.2.** Quando la controversia ha, invece, ad oggetto la violazione di regole di condotta nella fase genetica dell'investimento, va esclusa la legittimazione passiva del gestore e affermata la sola legittimazione passiva dell'intermediario collocatore, in quanto è su quest'ultimo che gravano gli obblighi informativi e l'adempimento delle regole di condotta prodromiche alla sottoscrizione delle quote **(Decisioni 6977, 7241, 7296)**.
- 42.** Nelle controversie in materia di prodotti d'investimento assicurativo, l'intermediario distributore delle polizze, in ragione di tale ruolo, non è tenuto all'adempimento degli obblighi informativi successivi relativi alla valorizzazione del prodotto, facenti capo, invece, all'impresa emittente la polizza **(Decisioni 6976, 6977, 7747)**, il che vale, a maggior ragione, per gli obblighi di comunicazione delle perdite di cui all'art. 26 del Regolamento IVASS n. 41/2018 (perdita del 30% rispetto all'ammontare del premio nelle polizze *unit* e *index linked*), il quale prevede espressamente che soggetto chiamato ad adempiere a tali obblighi sia l'impresa di assicurazione **(Decisione 7840)**.
- 43.** L'appartenenza al medesimo gruppo societario non integra circostanza idonea a far ritenere sussistente la legittimazione passiva dell'intermediario capogruppo, convenuto nel procedimento ACF, per il fatto della SIM o della SGR del gruppo con cui è intercorso il rapporto contrattuale con il

ricorrente, giacché costituisce principio intangibile che ogni società è un autonomo soggetto giuridico e ciò anche in presenza di fenomeni di controllo societario. Pertanto, le domande volte a far valere l'inadempimento di una delle società del gruppo ad obblighi da essa direttamente assunti non può che essere indirizzata nei suoi confronti (**Decisioni 2556, 3075, 3991, 4829, 7778**).

- 44.** Nelle controversie aventi ad oggetto la commercializzazione di servizi d'investimento altrui, in assenza di contrarie previsioni contrattuali, l'intermediario che commercializza il servizio di terzi è legittimato passivo rispetto alle contestazioni relative alla violazione dei preliminari obblighi informativi attivi e passivi, nonché alla valutazione di appropriatezza/adequatezza, mentre è il gestore a dover essere convenuto per l'eventuale responsabilità derivante dall'inadempimento degli obblighi informativi e di correttezza post contrattuali (**Decisioni 7724, 7725, 7744**).

## La rappresentanza nel procedimento ACF

- 45.** Nel procedimento che si svolge dinanzi all'Arbitro per le Controversie Finanziarie è applicabile, in via analogica, il principio dettato dall'art. 182 c.p.c., sicché il difetto di rappresentanza è sanabile attraverso il deposito di regolare procura (**Decisioni 2360, 2791, 3322, 3324, 3325, 4124, 6014, 8238**).
- 46.** Analogamente a quanto avviene nel processo civile - dove la mancata sottoscrizione dell'atto introduttivo del giudizio, o delle altre memorie, da parte del difensore non è sempre causa di nullità degli atti, dovendosi escludere tale esito quando risultino elementi univoci che consentano di ritenerli riferibili al difensore munito di mandato - la nullità deve escludersi, a maggior ragione, in un procedimento alternativo come quello che si svolge dinanzi all'ACF, dove oltretutto la provenienza degli atti dal ricorrente è sempre univocamente assicurata dalla loro particolare modalità di produzione, che può avvenire esclusivamente attraverso l'inserimento delle chiavi di accesso all'area riservata dell'applicativo informatico, di cui l'Arbitro provvede a dotare il ricorrente al momento della presentazione telematica del ricorso (**Decisioni 3119, 4043, 4044, 4046, 6747, 6957, 7414**).
- 47.** In considerazione della natura sommaria e della semplicità delle forme che connotano il procedimento ACF, la presentazione del ricorso tramite procuratore non necessita del rilascio di una procura speciale nelle forme dell'atto pubblico o della scrittura privata autenticata, come chiarito anche nelle istruzioni operative presenti sul sito dell'Arbitro laddove è precisato che *"la procura può essere redatta su un foglio in carta semplice, va datata e firmata dal delegante e deve contenere un espresso riferimento al mandato ricevuto per presentare un ricorso all'ACF, indicare l'intermediario verso il quale si agisce e l'oggetto del ricorso."* (**Decisioni 6415, 6544, 7522**).

## I confini del potere cognitivo dell'ACF: il potere dell'Arbitro di pronunciarsi su domande di natura non patrimoniale

**48.** In ossequio al principio di atipicità della tutela, il ricorrente può formulare la domanda che meglio ritiene confacente a soddisfare il proprio interesse e l'Arbitro può conoscere anche di domande diverse da quelle tipicamente finalizzate ad ottenere una somma di denaro (**Decisioni 7494, 8067, 8234**), ivi comprese le domande di consegna di documentazione da effettuarsi anche in via telematica (**Decisioni 7593 e 8234**) e quelle volte ad ottenere una puntuale risposta chiarificatrice finalizzata a rimuovere criticità informative riscontrate nel corso del rapporto tra le parti (**Decisione 7547**).

**48.1.** In presenza di domande volte ad ottenere la documentazione contrattuale, non può configurarsi un diritto del ricorrente di ottenere l'originale di un documento di spettanza dell'intermediario (**Decisione 7671**), né la sua esibizione (**Decisione 8234**), ferma restando, comunque, la facoltà per l'intermediario convenuto di dare accesso al documento richiesto da parte ricorrente.

**49.** Non è consentito al Collegio esorbitare dalla soluzione della specifica controversia sottoposta al suo vaglio attraverso l'assunzione di misure che si tradurrebbero in un'impropria azione di vigilanza sull'operato dell'intermediario, in quanto tale estranea al proprio ambito valutativo e decisionale. In particolare, l'ACF non può pronunciarsi su domande finalizzate: *i*) ad ottenere la pubblicazione, a cura e spese dell'intermediario, di un articolo su quotidiani a tiratura nazionale (di cui uno almeno finanziario), dal quale si possa evincere il mancato rispetto degli obblighi di correttezza, informazione e trasparenza da parte dell'intermediario stesso (**Decisione 7870**); *ii*) ad ottenere la pubblicazione, da parte dell'intermediario, di avvisi sul proprio sito (**Decisione 7712**); *iii*) all'applicazione di sanzioni a carico dell'intermediario (**Decisioni 6263, 7494, 8067**); *iv*) a dichiarare l'intermediario tenuto a comunicare al cliente gli eventuali "provvedimenti ed azioni" da esso adottati nei confronti del consulente per esso operante (**Decisione 8067**).

## Riparto dell'onere probatorio e mezzi di prova

### Il riparto dell'onere della prova

**50.** Nelle controversie in materia di intermediazione finanziaria, in ragione del principio di *c.d. vicinanza della prova*, spetta all'intermediario provare - ex art. 23, comma 6, del TUF e art. 15, comma 2, del Regolamento ACF - di avere assolto agli obblighi di diligenza, correttezza, informazione e trasparenza su di esso incombenti in base alla disciplina di settore, nonché produrre tutta la documentazione afferente al rapporto controverso, ai sensi dell'art. 11, comma 4, del Regolamento ACF (**Decisioni 127, 546, 1714, 3253, 3634, 7398, 7634, 7821**).

- 51.** Laddove si controverta sulla "natura illiquida" di uno strumento finanziario, compete all'intermediario dimostrare che alla data dell'operazione di investimento il prodotto era "liquido", rispondendo un simile onere probatorio sia al principio di vicinanza della prova, sia a quello per cui il ricorrente non può essere onerato della prova di un fatto negativo, quale sarebbe quello della "illiquidità" di determinati strumenti finanziari **(Decisioni 380, 2030, 2454, 4864, 6716)**.
- 52.** Coerentemente con i principi che governano la distribuzione degli oneri di allegazione e di prova tra cliente e intermediario nelle controversie aventi ad oggetto la corretta prestazione dei servizi di investimento, qualora l'intermediario si costituisca nel procedimento dinanzi all'ACF senza contraddire nel merito le doglianze formulate dal ricorrente, risulta applicabile il principio processual-civilistico di "non contestazione", secondo cui è possibile porre a fondamento della decisione "*i fatti non specificatamente contestati dalla parte costituita*", senza che occorra dimostrarli (art. 115, comma 1, c.p.c.) **(Decisioni 163, 845, 2149, 3287, 4762, 6648, 6649, 7028)**.
- 52.1.** Stante il riferimento esclusivo alla parte "costituita" contenuto nell'art. 115, comma 1, c.p.c., il "*principio di non contestazione*" non può operare a danno della parte (anche volontariamente) contumace. Tuttavia, la scelta dell'intermediario di non costituirsi produce, comunque, conseguenze processuali sul piano probatorio atteso che la posizione contumaciale non lo sottrae all'onere - previsto dall'art. 23, comma 6, del TUF - di dimostrare di avere assolto agli obblighi di diligenza, correttezza, informazione e trasparenza nei confronti degli investitori **(Decisioni 591, 1545, 4428, 4957, 5778, 6769)**.
- 53.** Il termine, previsto dalla disciplina di riferimento per la conservazione obbligatoria della documentazione relativa al rapporto contrattuale e alla connessa operatività in strumenti finanziari, ha natura essenzialmente pubblicistica e non derogatoria degli ordinari termini civilistici, con l'effetto che il suo decorso non esime l'intermediario dall'onere di provare dinanzi all'ACF di avere diligentemente adempiuto agli obblighi inerenti la prestazione dei servizi di investimento **(Decisioni 104, 1378, 1859, 3292, 4269, 6305, 6481)**.
- 54.** Mentre è onere dell'intermediario dimostrare di avere agito con tutta la diligenza richiesta, è onere del ricorrente fornire adeguata evidenza che la violazione che egli imputa all'intermediario medesimo gli abbia provocato un danno concreto ed attuale **(Decisioni 217, 722, 2048, 2370, 3601, 6539, 6824, 7782)**.
- 55.** Nel caso in cui nel ricorso siano svolte doglianze attinenti alla dinamica dei rapporti tra il cliente e il personale dell'intermediario (sollecitazioni ad investire da parte di un dipendente o consulente; conclusione dell'operazione al di fuori dei locali commerciali dell'intermediario), la prova verte su circostanze che si collocano al di fuori della regola dell'art. 23, comma 6, del TUF; pertanto, il relativo onere probatorio incombe sul ricorrente, trovandosi in caso contrario l'intermediario nella posizione di dover fornire

dimostrazione di un fatto negativo (**Decisioni 1143, 1839, 3076, 3646, 6721, 7922, 8200**).

- 56.** Ai fini dell'annullamento di operazioni di investimento per vizi del consenso, spetta al ricorrente dimostrare la sussistenza del dolo o dell'errore essenziale e riconoscibile, non essendo sufficiente la mera allegazione di una violazione delle regole di correttezza e trasparenza alle quali sono soggetti tipicamente gli intermediari finanziari nella prestazione dei servizi d'investimento (**Decisioni 402, 1723, 2641, 3784, 7425, 7735, 8063**).

### **Il potere di integrazione documentale del Collegio**

- 57.** La finalità del potere di integrazione documentale assegnato al Collegio dall'art. 11, comma 8, del Regolamento ACF non è quella di supplire all'inerzia delle parti, ovvero a eventuali carenze nella loro produzione documentale, con l'effetto che non risulta esigibile che il Collegio eserciti a tali fini una siffatta facoltà, nella "supposizione" che le parti possano aver trascurato di produrre tutta la documentazione utile a sostegno delle relative posizioni (**Decisione 4130**).

### **I mezzi di prova**

- 58.** L'indagine sull'autenticità delle sottoscrizioni non può prescindere almeno dalla produzione, a cura della parte interessata, di una perizia grafologica o di altra documentazione di tipo tecnico, dal momento che le esigenze di celerità e di speditezza del procedimento dinanzi all'ACF impongono una cognizione sommaria dei fatti, sulla base dei soli documenti prodotti dalle parti, ed escludono che il Collegio possa promuovere direttamente iniziative per l'acquisizione di perizie o consulenze grafologiche e procedere a giudizi di verifica di sottoscrizioni o di scritture private, ovvero ad accertamenti di altro genere (**Decisioni 115, 1339, 2127, 3098, 4868, 6992, 7500, 8147**).

**58.1.** La perizia grafologica deve essere prodotta con il ricorso, perché solo rispettando tale tempistica essa può formare oggetto di pieno contraddittorio con l'intermediario ed essere presa in considerazione dall'organo giudicante. Deve, dunque, ritenersi tardivo, oltre che non conforme ai canoni di lealtà processuale, il deposito da parte del ricorrente, solo in allegato alle deduzioni integrative, di una perizia grafologica a supporto dell'allegata falsità delle proprie firme (**Decisioni 2852, 6303**).

**58.2.** In presenza di contrapposti elaborati tecnici prodotti da entrambe le parti, non è possibile accertare l'apocriefa delle firme apposte dal cliente sulla modulistica quando gli esiti delle perizie versate in atti risultino diametralmente opposti e non emergano elementi documentali e valutativi che possano condurre l'Arbitro ad orientarsi con la necessaria univocità e certezza in un senso piuttosto che nell'altro (**Decisione 8061**).

- 59.** In considerazione delle ragioni di celerità sottese al procedimento dinanzi all'ACF, della sua natura sommaria, nonché del carattere non vincolante delle relative decisioni, non è nel potere dell'Arbitro disporre una consulenza tecnica volta a verificare la correttezza e la fedeltà dei *report* e delle evidenze informatiche interne degli intermediari, sicché sono ammissibili come mezzo di prova i rapporti tecnici e le evidenze informatiche prodotte dall'intermediario al fine di provare gli accessi effettuati dai ricorrenti alla piattaforma di *Internet home banking* e l'informativa relativa all'investimento ivi ricevuta, anche considerando che *"in una prospettiva di buona fede processuale, si deve presumere, salvo che non sussistano rilevanti elementi di segno contrario, che l'intermediario non abbia evidentemente manomesso i propri report al solo fine di poter eventualmente prevalere in una specifica controversia arbitrale, non foss'altro che per profili di responsabilità, anche in termini di vigilanza, a cui una condotta siffatta lo esporrebbe"* (**Decisioni 1737, 1741, 2443, 3884, 6926, 7846, 8267**).
- 60.** Le dichiarazioni scritte provenienti da soggetti terzi rispetto alle parti del procedimento sono ammissibili come mezzo di prova e possono formare *"oggetto di libero apprezzamento da parte dell'Arbitro, rappresentando [...] un elemento che, seppure non da solo ma insieme con gli altri [...], il Collegio può porre a base della soluzione della controversia"*; ciò anche tenuto conto del principio espresso dalla Corte di Cassazione nella sentenza n. 17392 del 1° settembre 2015 secondo cui *"il giudice può legittimamente porre a base del proprio convincimento anche prove c.d. atipiche, quali le dichiarazioni scritte provenienti da terzi, della cui utilizzazione fornisca adeguata motivazione e che siano idonee ad offrire elementi di giudizio sufficienti, non smentiti dal raffronto critico con le altre risultanze istruttorie"* (**Decisioni 2641, 2863, 3103, 3104, 3105, 3700, 6544, 6654, 7123**).
- 60.1.** Ferma restando, in linea generale, l'ammissibilità delle dichiarazioni di terzi quali validi mezzi di prova nel procedimento ACF, non può, tuttavia, ritenersi attendibile la dichiarazione del terzo formata soltanto in pendenza della controversia, in particolare quando non supportata da alcun elemento oggettivo e circostanziato risalente all'epoca degli investimenti contestati che possa in qualche misura corroborarne il contenuto (**Decisioni 2616, 5496, 6991, 7001**).
- 61.** In ossequio al principio dell'atipicità delle prove e del libero apprezzamento del materiale istruttorio di cui all'art. 116 c.p.c., le conversazioni avvenute tramite *WhatsApp*, sebbene non configurabili quale documento avente piena efficacia di prova, trattandosi di conversazioni non estratte in forma conforme a quanto prescritto per i documenti "nativi digitali", possono tuttavia costituire un elemento apprezzabile ai fini della soluzione della controversia e fornire un indizio attendibile circa la natura della relazione instauratasi tra il ricorrente e il personale dell'intermediario (**Decisioni 7416, 7478, 7896**).
- 61.1.** La mera trascrizione del contenuto di conversazioni *WhatsApp* riportata in un *file* di testo autonomamente elaborato dalla parte, non consistendo nello *screenshot* integrale del messaggio originale, non

assume efficacia probatoria, non sostanziandosi tale documento in una riproduzione fotografica delle conversazioni avvenute e non consentendo di poter ritenere accertata né la paternità delle conversazioni, né la genuinità delle dichiarazioni rese dai soggetti coinvolti e, in definitiva, l'attendibilità di quanto in esso documentato (**Decisioni 7409, 7414**).

- 62.** Le registrazioni vocali, quali prove documentali, formano piena prova dei fatti e delle cose rappresentate se colui contro il quale sono prodotte non ne disconosce la conformità ai fatti e alle cose medesime in modo circostanziato ed esplicito (**Decisioni 386, 3291, 3406**).
- 63.** Non può essere accolta la richiesta di espungere dal fascicolo istruttorio quei documenti, prodotti dall'intermediario, relativi al rapporto contrattuale e alle operazioni d'investimento che, non consegnati al cliente prima dell'avvio del procedimento a fronte di specifica richiesta all'intermediario, questo ha, invece, prodotto nel procedimento arbitrale. Il Regolamento ACF non prevede, infatti, decadenze o preclusioni rispetto alla produzione, da parte degli intermediari, di documentazione precedentemente non consegnata ai clienti, ma anzi prescrive all'intermediario di depositare, unitamente alle proprie deduzioni, tutta la documentazione afferente al rapporto controverso (**Decisioni 2547, 2696, 3047, 3102, 3116, 3195, 3300, 4486, 7160, 7570**).

### La prescrizione del diritto azionato con il ricorso

- 64.** Le azioni di ripetizione dell'indebito e di risarcimento del danno sono soggette al termine ordinario di prescrizione di durata decennale (**Decisioni 6367, 7913, 8004**).
- 64.1.** Con riferimento all'azione di ripetizione dell'indebito, il termine di prescrizione decorre, in caso di pretesa restitutoria delle somme indebitamente versate sulla base di un contratto nullo, dal giorno dell'intervenuta esecuzione della prestazione oggetto della successiva richiesta restitutoria, ovvero dalla data del pagamento della somma della quale si chiede la restituzione (**Decisioni 85, 221, 1745, 2910, 4643, 5999, 6207, 6316**).
- 64.2.** Ove la pretesa avanzata sia di tipo risarcitorio, in quanto derivante dal dedotto inadempimento degli obblighi di condotta gravanti sull'intermediario, la prescrizione decorre dal giorno in cui il diritto può essere fatto valere - ossia dal verificarsi dell'inadempimento - e non dal momento in cui il danneggiato ha conosciuto, o avrebbe potuto conoscere, il danno e il suo diritto di farlo valere (**Decisioni 221, 1515, 2126, 3111, 4129, 6189, 7468, 7642**). L'impostazione che individua il *dies a quo* della prescrizione nel momento in cui si è verificato l'inadempimento degli obblighi normativamente previsti, anziché in quello in cui l'investitore ha percezione del danno, è maggiormente idonea a garantire l'esigenza di certezza dei rapporti giu-

ridici, nello stesso tempo "senza in alcun modo ostacolare l'esercizio dei propri diritti da parte degli investitori" (**Decisioni 200, 1188, 2217, 3820, 4365, 5001, 6271**).

**65.** La responsabilità solidale dell'intermediario per i danni arrecati dal consulente finanziario, prevista dall'art. 31, comma 3, del TUF, è di tipo extracontrattuale e soggiace al termine di prescrizione quinquennale, che inizia a decorrere non dal momento dell'illecito bensì "dalla data di rilevazione del danno, del nesso di causalità con il fatto illecito e dell'identità dell'autore dell'illecito" (**Decisioni 2851, 4748, 7995, 8099, 8106**).

**65.1.** Nel caso di pretesa risarcitoria relativa al comportamento illecito del consulente finanziario sospeso dall'Albo di appartenenza, il *dies a quo* del termine di prescrizione della domanda risarcitoria deve essere individuato non già nel momento in cui i clienti hanno avuto percezione della perdita subita, bensì in quello in cui essi hanno avuto piena consapevolezza del fatto che tale perdita fosse ascrivibile alla condotta illecita del consulente, vale a dire "a seguito del provvedimento di sospensione cautelare dall'Albo adottato dalla Consob a carico del predetto consulente" (**Decisione 4488**).

**65.2.** Nell'ipotesi di illecito del consulente finanziario protrattosi in un lungo arco temporale, tramite un *modus operandi* sostanziatosi in un sofisticato meccanismo fraudolento tale da costituire un concreto ostacolo alla possibilità per i clienti di prendere consapevolezza degli ammanchi registrati, il *dies a quo* del termine di prescrizione deve ritenersi posticipato fino al momento in cui il danno è diventato rilevabile (individuato, nel caso di specie, nel momento dell'allontanamento del consulente finanziario da parte dell'intermediario) (**Decisione 6471**).

**66.** Un atto, per avere efficacia interruttiva della prescrizione, deve contenere, oltre alla chiara indicazione del soggetto obbligato (elemento soggettivo), l'esplicitazione di una pretesa e l'intimazione di adempimento idonee a manifestare l'inequivocabile volontà del titolare del credito di far valere il proprio diritto nei confronti del soggetto indicato, con l'effetto sostanziale di costituirlo in mora (elemento oggettivo) (**Decisioni 3433, 5548, 6460**).

**66.1.** La circostanza che la costituzione in mora non provenga dal creditore personalmente, ma da un soggetto che abbia agito nella dichiarata qualità di rappresentante o mandatario del titolare del diritto in forza di un potere genericamente o specificamente abilitante, ancorché conferito senza formalità, non toglie all'atto la sua idoneità interruttiva, dal momento che la procura per il compimento di un atto giuridico non negoziale (qual è l'atto di costituzione in mora) può essere conferita anche verbalmente e la prova di tale conferimento può essere validamente fornita anche tramite presunzioni (**Decisione 6059**).

**66.2.** Non costituiscono validi atti interruttivi della prescrizione: *i*) i documenti che, sebbene formalmente qualificati come reclami, sono stati trasmessi a soggetto diverso dal resistente (**Decisione 3111, 5951**).

o in cui ci si limita a sollecitare una valutazione da parte dell'intermediario, senza tuttavia formulare alcuna intimazione idonea a rappresentare l'inequivocabile volontà del reclamante di far valere il proprio diritto e di costituire in mora l'intermediario **(Decisione 2473)**; *ii*) le mere richieste di esibizione della documentazione relativa all'operatività contestata **(Decisioni 5909, 6328, 6357)**; *iii*) le richieste di informazioni, anche se contenenti una generica dichiarazione di formale costituzione in mora dell'intermediario e di interruzione della prescrizione **(Decisione 5909, 6328, 6357)**; *iv*) la costituzione del ricorrente quale parte civile nei giudizi avviati nei confronti di esponenti aziendali dell'intermediario per il reato di false comunicazioni sociali, attenendo tale atto ad una richiesta di risarcimento che si riferisce a condotte poste in essere dall'intermediario, tramite i propri esponenti, in qualità di emittente e, pertanto, presenta un elemento oggettivo diverso rispetto al diritto fatto valere dal medesimo ricorrente dinanzi all'Arbitro, il quale è correlato, invece, a ipotesi di violazioni della disciplina dei servizi di investimento **(Decisioni 5253, 5544, 6328, 6357)**.

## La classificazione della clientela

- 67.** In caso di richiesta da parte di un cliente al dettaglio di essere classificato quale cliente professionale, l'intermediario ha l'obbligo di procedere ad una puntuale verifica del possesso da parte del richiedente di almeno due dei tre requisiti previsti dall'Allegato 3 del Regolamento Intermediari, ossia: *i*) aver effettuato operazioni di dimensioni significative sul mercato con una frequenza media di dieci operazioni a trimestre per i quattro trimestri precedenti la richiesta; *ii*) essere titolare di un portafoglio di strumenti finanziari, inclusi i depositi in contante, di valore superiore ad euro cinquecentomila; *iii*) lavorare o aver lavorato nel settore finanziario per almeno un anno in una posizione professionale che presupponga la conoscenza delle operazioni o dei servizi previsti **(Decisioni 4708, 6217, 8057)**.
- 68.** Ai fini della classificazione dell'investitore come cliente professionale su richiesta sono irrilevanti il tipo di professione esercitata ovvero il basso livello di scolarizzazione, essendo l'attribuzione normativamente possibile anche in assenza di una specifica formazione o di titoli di studio attestanti la competenza in materia finanziaria, là dove siano ricorrenti i requisiti richiesti dalla normativa **(Decisioni 5355, 6511)**.

## Gli obblighi di informazione verso il cliente

- 69.** L'intermediario è tenuto a dimostrare di aver assolto agli obblighi informativi "in concreto" e non solo in modo meramente formalistico, in quanto solo il loro effettivo assolvimento può consentire al cliente di valutare le reali caratteristiche dell'operazione e conseguentemente permettergli di compiere una consapevole scelta d'investimento. Ne discende che non

può ritenersi sufficiente, a tal fine, la dichiarazione sottoscritta dal cliente, presente nella modulistica precompilata dall'intermediario o dall'emittente, di "*aver preso visione della documentazione informativa*" o "*di aver ricevuto l'informativa sui rischi dell'investimento*" (**Decisioni 11, 418, 1707, 3195, 3633, 6491, 7661, 7904**).

- 70.** La mera messa a disposizione dell'investitore del prospetto d'offerta (o il rinvio ad esso), non è idonea a far ritenere congruamente assolti da parte dell'intermediario gli obblighi d'informazione attiva su di lui gravanti, in quanto tale documento è predisposto dall'emittente per la generalità degli investitori, verso i quali opera in regime di parità di trattamento, essenzialmente allo scopo di ridurre le asimmetrie informative. Di contro, gli obblighi informativi dell'Intermediario si collocano su un diverso piano funzionale, essendo volti a "*servire al meglio l'interesse del cliente*", adattando la prestazione erogata alle caratteristiche soggettive di quest'ultimo: ne consegue che l'intermediario è tenuto ad agire con un grado di diligenza superiore, che non può esaurirsi nella messa a disposizione del prospetto informativo predisposto dall'emittente (**Decisioni 34, 500, 1774, 2756, 4275, 7474, 7751, 7992**).
- 71.** Rientra nel generale obbligo dell'intermediario di agire nel miglior interesse del cliente quello di rendere comprensibile, in modo chiaro e univoco, la natura finanziaria di prodotti come le polizze finanziarie assicurative (**Decisioni 411, 4662, 5369, 6725**).
- 72.** L'intermediario è tenuto a rendere al cliente anche le informazioni relative ad eventuali "*penali di uscita*" dall'investimento in una polizza *unit linked* in quanto tali informazioni, incidendo direttamente sulla liquidabilità del prodotto finanziario, rappresentano un elemento informativo che può assumere rilievo decisivo al fine di pervenire a consapevoli scelte d'investimento (**Decisione 2836**).
- 73.** Con riferimento all'informativa che deve essere fornita sul tipo di strumento finanziario in modo da consentire al cliente di adottare decisioni di investimento consapevoli, l'intermediario è tenuto a richiamare l'attenzione del cliente, al momento dell'investimento, sulle particolari caratteristiche che connotano lo strumento, tra cui, ad esempio, la presenza di una clausola di subordinazione in quanto essa determina quantomeno un rischio più elevato di perdita del capitale (**Decisioni 8046, 8164, 8242**).
- 74.** Nelle controversie aventi ad oggetto l'inadempimento degli obblighi informativi nella commercializzazione di fondi comuni d'investimento (rientranti nell'ambito di applicazione della Direttiva 2009/65/CE, c.d. UCITS), la dimostrazione da parte dell'intermediario dell'avvenuta consegna al cliente del KIID è circostanza di per sé idonea a far ritenere correttamente assolti i predetti obblighi. Può ritenersi dimostrato l'adempimento del predetto obbligo in presenza di apposita dichiarazione resa in tal senso dal cliente, a cui viene riconosciuto valore probatorio pieno del fatto ivi attestato (**Decisioni 137,1242, 1819, 2381, 3529, 7134, 7698, 8181**).

**74.1.** Anche nel vigore della MiFID II (dir. 2014/65/UE), del Regolamento delegato (UE) 2017/565 e del Regolamento Intermediari n. 20307/2018, deve ritenersi che la consegna del documento contenente le informazioni chiave per gli investitori (KIID) relativo all'offerta di quote o azioni di OICR aperti, redatto in conformità alle pertinenti disposizioni comunitarie (Direttiva 2009/65/CE e Regolamento UE n. 583/2010) sia idoneo a far ritenere congruamente adempiuti gli obblighi informativi gravanti sull'intermediario che colloca gli strumenti finanziari, e ciò anche in merito ai costi e gli oneri, ivi comprese le commissioni applicabili, ma solo laddove tale documento riporti un quadro informativo dettagliato e completo **(Decisioni 3112, 3768, 6662)**.

**75.** A partire dal 1° gennaio 2018, data di entrata in vigore in Italia del Regolamento (UE) n. 1286/2014 ("Regolamento PRIIPs"), anche per i prodotti di investimento assicurativi, la sottoscrizione da parte del cliente della dichiarazione di avvenuta consegna del KID, documento contenente le informazioni chiave dei prodotti d'investimento al dettaglio e assicurativi preassemblati ("PRIIPs"), è circostanza idonea a far ritenere correttamente assolti gli obblighi di informazione preventiva a carico dell'intermediario distributore e costituisce prova piena del fatto ivi attestato **(Decisioni 6661, 6967, 7284)**.

**76.** In caso di investimenti in fondi comuni e in prodotti di investimento assicurativi, gli obblighi informativi non possono, però, ritenersi compiutamente rispettati da parte dell'intermediario, allorquando, pur in presenza della dichiarazione di presa visione del KIID o del KID da parte dell'investitore, vengano prodotti documenti chiave successivi agli investimenti che, essendo stati redatti dopo il conferimento dei relativi ordini, non possono evidentemente coincidere con quelli asseritamente forniti in sede di sottoscrizione **(Decisioni 7293, 7502, 7618)**.

**77.** Nel caso di fondi che presentano un'articolata suddivisione del capitale in molteplici comparti o di prodotti di investimento assicurativi c.d. multi-opzione, vale a dire quei prodotti che offrono al cliente la possibilità di scegliere di allocare il premio in diverse opzioni di investimento, non è sufficiente l'esibizione di una generica dichiarazione del ricorrente di aver ricevuto il KIID o il KID, ma è necessario che venga offerta la prova più specifica della consegna, non già di "un generico" documento recante le informazioni chiave, ma dei diversi documenti relativi a ciascuno specifico comparto o opzione, di volta in volta, rilevante **(Decisioni 2501, 4102, 8013, 8075, 8215)**.

**77.1.** Il mero rinvio ai KID specifici presenti sul sito internet della compagnia assicuratrice **(Decisioni 7840, 8050)** o al sito del gestore dei fondi presso cui reperire, ad opera e su iniziativa dell'investitore, i relativi KID **(Decisione 7766)**, non è sufficiente a soddisfare gli obblighi informativi, in quanto essa non soddisfa l'esigenza che, al di là del generico KID, siano fornite anche le informazioni sulla specifica opzione prescelta. In sede di sottoscrizione, il distributore del prodotto è, infatti, tenuto a consegnare al cliente i KID specifici ovvero

la documentazione tecnica relativa all'opzione prescelta a cui il KID generico fa rinvio (**Decisione 7840**).

**77.2.** Similmente, non può dirsi sufficiente ai fini della dimostrazione di avere fornito compiute informazioni sulle specifiche opzioni prescelte, la dichiarazione del cliente di avere ricevuto il set informativo composto da documentazione molto corposa perché comprendente tutti i KIID dei fondi opzionabili, non potendo certo chiedersi all'investitore di reperire autonomamente, nell'ambito di numerosi documenti molto simili tra loro, quelli pertinenti all'opzione prescelta, spettando piuttosto all'intermediario estrapolare dal compendio documentale disponibile i documenti chiave dei fondi opzionati e consegnarli al cliente (**Decisioni 7930, 7999, 8250**).

**77.3.** Sebbene l'art. 133 del Regolamento Intermediari n. 20307/2018 ("*Requisiti generali delle informazioni e informativa precontrattuale*" in tema di prodotti di investimento assicurativi) non preveda la consegna al cliente dei KID delle singole opzioni prescelte, lasciando al distributore la libertà di fornire, in altro modo, le pertinenti informazioni, il KID rappresenta pur sempre lo strumento principale per assolvere agli obblighi informativi, con la conseguenza che se l'intermediario decide di fornire informazioni sulle singole opzioni senza fare ricorso ai documenti chiave o ai documenti previsti dal Regolamento Delegato (UE) n. 2017/653, tali informazioni devono risultare sovrapponibili e corrispondenti, sia nel contenuto che nelle finalità, a quelle presenti nei documenti sopra richiamati (**Decisione 7723**).

**78.** In linea con quanto previsto dall'art. 13 del Regolamento PRIIPs che disciplina le modalità di consegna del KID, gli intermediari sono tenuti a fornire il documento recante le informazioni chiave in tempo utile prima che l'investitore sia vincolato da qualsiasi contratto o offerta relativa al PRIIP (**Decisioni 7004, 7123, 7615**).

**79.** Con riguardo alle modalità di consegna del KID, gli intermediari sono chiamati a rispettare l'art. 14 del Regolamento PRIIPs il quale prevede che: *i)* in alternativa al "supporto cartaceo", il KID può essere consegnato su "*supporto durevole non cartaceo*" oppure "*tramite un sito internet*" (**Decisioni 7425, 7551, 7782**); *ii)* la consegna mediante "*supporto durevole non cartaceo*" può essere effettuata solo se l'uso di tale supporto risulti adatto al contesto in cui si svolge il rapporto tra l'intermediario e l'investitore e a quest'ultimo sia stata data l'opportunità di scegliere tra informazioni fornite su carta e su altro supporto durevole e abbia scelto il supporto durevole in modo consapevole (**Decisioni 7843, 8050, 8169**); *iii)* per "*supporto durevole*" deve intendersi uno strumento che permetta la conservazione delle informazioni in modo da poter essere utilizzate per un periodo di tempo adeguato e che garantisca la riproduzione senza modifiche delle informazioni conservate (**Decisioni 7123, 7284, 7300**); *iv)* la consegna "*tramite sito internet*" richiede che siano comunicati all'investitore elettronicamente, per iscritto, l'indirizzo del sito internet e il punto del sito in cui si può avere accesso al KID che deve risultare accessibile, scaricabile e

memorizzabile su un supporto durevole, per tutto il tempo in cui l'investitore può avere necessità di accedervi **(Decisioni 7284, 7425, 8169)**.

**79.1.** La circostanza che il cliente abbia acconsentito espressamente a ricevere le informazioni sul prodotto in formato non cartaceo non esime l'intermediario dall'onere di provare le concrete modalità con cui l'informazione è stata messa a disposizione del cliente e neppure dall'onere di dare contezza del contenuto concreto delle informazioni rese **(Decisioni 7284, 7367, 7869)**.

**79.2.** Non può dirsi adeguatamente provato l'adempimento degli obblighi informativi da parte di un intermediario che, avendo affermato che la presa visione del KID è avvenuta tramite il proprio sito internet attraverso una procedura "bloccante", non ha comunque dimostrato che la procedura informatica utilizzata consentiva al cliente di recuperare il KID in ogni momento, in modo da consentirgli di accedere anche successivamente alle informazioni ivi contenute come se avesse avuto a disposizione una copia cartacea **(Decisioni 5705, 7123)**.

**80.** La prestazione del servizio di investimento in modalità *online* non può tradursi in un affievolimento degli obblighi normativamente previsti in capo all'intermediario quale prestatore di servizi d'investimento, il quale deve assolvere agli obblighi informativi con modalità che possano essere considerate del tutto equivalenti a quelle a supporto di un servizio erogato "in presenza", ovvero sia con modalità che possano ritenersi equiparabili, sotto il profilo sostanziale, quantomeno alla consegna materiale al cliente del documento informativo **(Decisioni 7941, 8183, 8270)**.

**80.1.** Sono da considerarsi modalità equivalenti alla consegna materiale della documentazione informativa, e tali dunque da far ritenere pienamente comprovato l'adeguato assolvimento da parte dell'intermediario dei relativi obblighi, i sistemi di *trading online* in cui: *i*) la visualizzazione della scheda prodotto rappresenta un passaggio obbligato per poter disporre l'investimento, richiedendosi la presa visione e accettazione della stessa per poter impartire l'ordine di acquisto; *ii*) tutte le informazioni di dettaglio rilevanti sono inserite direttamente nella pagina dove si trova il comando per impartire l'ordine di acquisto; *iii*) è previsto un *link* che permette di scaricare il documento ma, in questo caso, con contestuale implementazione di una funzionalità bloccante, che renda cioè possibile impartire l'ordine solo previo richiamo di attenzione del cliente e presa d'atto di aver preso visione della documentazione informativa **(Decisioni 7467, 8130, 8270)**.

**81.** Secondo quanto previsto dagli obblighi in tema di *disclosure* alla clientela dei costi e oneri, introdotti dalla MiFID II e dalla relativa normativa di attuazione, gli intermediari sono tenuti a fornire alla clientela, in una forma comprensibile, dettagliate informazioni sulle operazioni d'investimento, non solo *ex ante*, ma anche *ex post* con cadenza quantomeno annuale, indicando tutti i costi e gli oneri connessi - sia agli strumenti finanziari che ai servizi di investimento e ai servizi accessori - in forma aggregata per

permettere al cliente di conoscere il costo totale e il suo effetto complessivo sul rendimento e, se il cliente lo richiede, in forma analitica (**Decisioni 7185, 7402, 7638**).

**81.1.** L'informativa *ex post* sui costi e gli oneri connessi alla prestazione di servizi di investimento deve avere cadenza annuale, così come la giacenza media presa a riferimento per il calcolo delle commissioni trimestrali, con la conseguenza che, anche nel caso in cui le commissioni di consulenza abbiano cadenza trimestrale, non può esigersi dall'intermediario un'informativa dettagliata su base trimestrale, ulteriore rispetto a quella già fornita su base annuale (**Decisione 7383**).

**81.2.** Non è corretta, anzi deve ritenersi fuorviante, l'informativa, resa da un intermediario collocatore circa i costi di rimborso relativi ad una gestione individuale di portafogli, che si sostanzia nella consegna di documentazione contraddittoria che, da una parte, (nella proposta contrattuale per la prestazione del servizio di gestione) riporti la presenza di costi di rimborso e la loro progressiva diminuzione fino all'azzeramento decorsi sei anni e, dall'altra (nei moduli d'ordine) rechi, invece, l'indicazione che i costi di rimborso riferiti alla gestione sono pari a zero (**Decisioni 7344, 7345**).

**82.** A decorrere dal 3 gennaio 2018 (data di entrata in vigore della disciplina dettata dalla MIFID II), con riferimento ai titoli caratterizzati dalla presenza di un effetto leva, gli intermediari sono obbligati, ai sensi dell'art. 62, comma 2, del Regolamento Delegato (UE) 2017/565, a informare i clienti di eventuali perdite di valore dei titoli in misura superiore al 10% o, successivamente, a multipli del 10% rispetto al loro valore d'acquisto (**Decisioni 6267, 7398, 7905**).

**83.** Nell'attività di gestione collettiva del risparmio, i tempi e i modi dell'informativa ai partecipanti ai fondi di investimento e i correlati obblighi dei gestori sono disciplinati in dettaglio dalla normativa, che li affida primariamente ai prospetti contabili dei fondi. Il gestore è, poi, tenuto ad ulteriori obblighi informativi ove previsto dal Regolamento del Fondo che, ai sensi dell'art. 37 del TUF, disciplina i rapporti con i partecipanti nel rispetto della parità di trattamento dei quotisti (**Decisioni 6977, 7247**). In considerazione di tale contesto fortemente regolamentato e vigilato, non è scrutinabile dall'ACF la valutazione sulla adeguatezza e sufficienza dell'informazione fornita dall'Intermediario in esecuzione del contratto e delle norme regolamentari, in quanto l'eventuale indicazione dell'Arbitro di rendere una informativa supplementare "sconfinerebbe" in ambiti propriamente riservati all'Autorità di vigilanza (**Decisioni 67, 1682, 2969**).

**84.** Con riguardo al tema dell'informativa che l'intermediario è tenuto a rendere al cliente anche successivamente al compimento dell'operazione d'investimento, non può ritenersi in via generale sussistente in capo all'intermediario, sulla base dell'articolo 21 del TUF, un obbligo di monitoraggio continuo dell'andamento degli strumenti finanziari, che può derivare semmai da particolari caratteristiche del prodotto o discendere dalla ti-

pologia di servizio di investimento prestato dall'intermediario (come nella gestione di portafogli e nella consulenza), laddove previsto dal contratto **(Decisioni 165, 1068, 1463, 2735, 3801, 8080, 8168, 8271)**.

## La profilatura del cliente

- 85.** L'intermediario deve acquisire le informazioni dalla clientela con modalità che, in linea con quanto previsto dagli orientamenti ESMA in materia di requisiti di adeguatezza, ne garantiscano l'affidabilità e riducano il rischio della c.d. "autovalutazione" da parte del cliente in relazione alla propria conoscenza, esperienza e situazione finanziaria. Le informazioni acquisite dai clienti devono essere oggetto di attento vaglio da parte degli intermediari che, nella fase di profilatura del cliente, hanno il dovere di svolgere un ruolo proattivo, così limitando anche fenomeni di "overconfidence" da parte dell'investitore **(Decisioni 10, 1321, 1469, 2654, 3341 7047, 7132, 7790)**.
- 86.** Non può ritenersi corretto un questionario di profilatura in cui: *i)* si chiede all'investitore di esprimere il proprio grado di conoscenza su una serie di prodotti ricompresi in un'unica macro categoria di strumenti finanziari eterogenei sia per rischio che per caratteristiche, limitando la risposta ad un "sì" ovvero ad un "no", "con l'effetto, in caso di conoscenza solo parziale dei vari prodotti ivi indicati, di dover inserire una risposta in ogni caso non pienamente veritiera" **(Decisioni 1642, 4571, 7006, 7279, 8112)**; *ii)* sono del tutto assenti domande volte a verificare la conoscenza da parte del cliente dei tipi specifici di strumenti finanziari oggetto di consulenza e ciò anche alla luce dell'art. 40 del Regolamento Intermediari n. 20307/2018 che prevede che la raccomandazione di investimento debba essere formulata previo accertamento della conoscenza del "tipo specifico di strumento" oggetto della raccomandazione stessa **(Decisioni 7432, 7445, 7502)**.
- 86.1.** Non può considerarsi conforme alla normativa di settore, così come interpretata in considerazione degli orientamenti dell'ESMA in materia di adeguatezza - aggiornati anche alla luce delle modifiche introdotte dalla Direttiva MiFID II che ribadiscono la necessità che le imprese di investimento adottino misure ragionevoli e strumenti idonei a garantire che le informazioni raccolte sui clienti siano affidabili e coerenti prestando attenzione a possibili contraddizioni presenti tra le varie informazioni raccolte e contattando il cliente con l'intento di risolvere eventuali incoerenze ed inesattezze - un questionario che contempla soltanto una o due domande circa la propensione al rischio e/o l'orizzonte temporale del cliente **(Decisioni 7621, 8112, 8155)**.
- 86.2.** Non possono dirsi esenti da criticità i questionari che, nel raccogliere le informazioni relative alle finalità di investimento, danno al cliente la possibilità di effettuare una scelta multipla circa gli obiettivi d'investimento, inserendo anche esigenze apparentemente in contrasto l'una con l'altra; infatti, pur essendo legittimo avere diverse finalità

di investimento, il questionario che non prevede la contestuale possibilità di indicare un ordine di priorità tra le finalità prescelte, né la percentuale di patrimonio da destinare a ciascun obiettivo, finisce per svilire la genuinità delle risposte e la corretta valorizzazione dei veri obiettivi del cliente (**Decisioni 7300, 7723, 8013**).

**86.3.** Analogamente, è inidoneo a consentire un'appropriatea rilevazione dell'orizzonte temporale degli investimenti, un questionario: *i)* contenente soltanto una domanda volta ad accertare l'importo massimo che il cliente è disponibile a investire in un orizzonte di lungo periodo, in quanto una simile modalità impedisce di fatto all'investitore di esprimere preferenze per un orizzonte temporale di breve periodo (**Decisioni 6751,7415,7432**); *ii)* che consente all'investitore di selezionare più di un orizzonte temporale contemporaneamente, senza la contestuale acquisizione di informazioni in merito alle percentuali del portafoglio che il cliente intende allocare nei diversi orizzonti temporali indicati, in quanto la legittima facoltà di esprimere diverse preferenze di orizzonte temporale diventa ragionevole soltanto laddove essa risulti funzionale ad intercettare la volontà del cliente di diversificare il proprio portafoglio allocandone specifiche parti in più orizzonti temporali (**Decisione 6900**).

**87.** Nel caso di prodotti d'investimento assicurativi, non è corretta la condotta dell'intermediario che non dimostri di avere raccolto informazioni sulle esigenze assicurative del cliente (**Decisioni 7830, 7840, 7844**) o che abbia effettuato tale raccolta in modo insufficiente (**Decisione 7817**); tali informazioni sono, infatti, necessarie e funzionali alla corretta valutazione di adeguatezza "rafforzata" richiesta per i prodotti finanziario-assicurativi dal Regolamento Intermediari.

**88.** In caso di rapporti cointestati, la scelta di uno solo dei cointestatari come soggetto di riferimento della profilatura e delle conseguenti verifiche di appropriatezza e adeguatezza, può essere ritenuta legittima a condizione che sia stata oggetto di un accordo frutto di specifica negoziazione tra le parti e che l'intermediario abbia predisposto, a monte, delle procedure che garantiscano che la citata scelta di uno solo tra i cointestatari sia compiuta su basi oggettive e razionalmente giustificabili. In ogni caso, essa non deve essere tale da pregiudicare in maniera eccessiva gli interessi degli altri investitori contraenti e, in particolare, di quelli in posizione più debole. L'intermediario, in mancanza di un diverso accordo tra i cointestatari, deve profilarli tutti e poi svolgere la relativa valutazione di adeguatezza o appropriatezza - e, con specifico riguardo alle verifiche di appropriatezza, anche alla luce degli "*Orientamenti su alcuni aspetti dei requisiti di appropriatezza e mera esecuzione o ricezione di ordini ai sensi della MiFID II*" adottati dall'ESMA nel 2022 (**Decisione 7757**) - tenendo conto del profilo "più conservativo" (**Decisioni 1312, 1603, 1770, 3238, 3921, 7669, 7698, 8182**).

**88.1.** Anche nell'ambito della distribuzione di prodotti di investimento assicurativi, la raccolta di informazioni relative a più investitori tramite

un unico questionario sottoscritto congiuntamente dagli interessati è del tutto inidonea a consentire di effettuare la valutazione di “adeguatezza rafforzata” richiesta dal Regolamento Intermediari. Tale modalità di profilatura, non consentendo la rilevazione delle peculiari caratteristiche ed esigenze dei singoli intervistati, si pone, infatti, in contrasto con la specifica disciplina della distribuzione assicurativa, la quale prevede una granularità nella raccolta delle informazioni maggiore rispetto a quella richiesta dalla disciplina in materia di prestazione di servizi di investimento, ivi compresa la rilevazione dei bisogni assicurativi che non possono che essere individuali, considerato peraltro che i prodotti assicurativi presentano solitamente un solo contraente su cui si riverberano i relativi effetti giuridici (**Decisioni 7216, 7246, 7442**).

- 89.** Gli intermediari sono tenuti ad aggiornare le informazioni necessarie a definire il profilo della clientela, predisponendo procedure interne che definiscano tempistica e modalità di aggiornamento di tali informazioni. Pur spettando all’intermediario stabilire la frequenza con cui effettuare gli aggiornamenti dei questionari, questi devono essere tanto più frequenti quanto più elevato è il profilo di rischio dell’investitore e risultano, a maggior ragione, doverosi in presenza di determinati eventi che possono ragionevolmente comportare mutamenti con riguardo al profilo del cliente (ad esempio, il raggiungimento dell’età pensionabile) (**Decisioni 298, 493, 6106, 6445, 6830**).
- 90.** L’investitore, con la sottoscrizione del questionario MiFID, assume la paternità delle dichiarazioni ivi contenute e, in forza del *principio di autoreponsabilità*, non può che ritenersi ad esse vincolato; non è, pertanto, sufficiente al ricorrente per porle nel nulla allegare genericamente che l’intermediario le abbia autonomamente predisposte e di essersi egli limitato a sottoscriverle in quanto, proprio in ossequio al richiamato *principio di autoreponsabilità*, il cliente ha l’obbligo di rendersi conto di ciò che sottoscrive e non deve accettare supinamente eventuali comportamenti non corretti dell’intermediario e, soprattutto, deve operare quale parte attiva del processo d’investimento (**Decisioni 20, 590, 2015, 2689, 4388, 7869, 8016, 8229**). Il *principio di autoreponsabilità* trova applicazione, a maggior ragione, quando il rapporto per la prestazione di servizi di investimento si è protratto per un lungo periodo e l’attività di profilatura è stata ripetuta più volte, dato che i clienti, usando l’ordinaria diligenza, sono tenuti a verificare il tenore dei documenti sottoscritti e, ove il profilo tracciato non rifletta adeguatamente la relativa propensione al rischio, a chiedere che lo stesso venga modificato (**Decisioni 1141, 1793, 3708, 4717, 6241, 6274, 6717**).
- 91.** Fermo restando il principio di autoreponsabilità, la profilatura della clientela non è svolta in modo corretto, e comunque non può essere ritenuto attendibile il profilo che ne emerge, ove le risposte rese nel questionario siano incongruenti rispetto al profilo sintetico di rischio assegnato dall’intermediario (**Decisioni 242, 2115, 3077, 4062, 4062, 6513, 7006**), in caso di incoerenza interna del quadro informativo che sia desumibile dal que-

questionario (**Decisioni 24, 446, 1138, 6339, 6513**) oppure dai diversi questionari compilati nel tempo (**Decisione 6707, 7170, 7321**), nonché nelle ipotesi in cui sia ravvisabile un contrasto tra le risultanze del questionario e taluni elementi obiettivi riguardanti il cliente, noti all'intermediario o che comunque quest'ultimo avrebbe potuto e dovuto conoscere (tra questi, età anagrafica, professione esercitata e titolo di studio) (**Decisioni 380, 630, 2185, 3264, 4083, 7006, 7201, 7321**).

**91.1.** L'utilizzo da parte degli intermediari di uno specifico algoritmo ai fini dell'assegnazione del profilo non costituisce assoluta garanzia di attendibilità del relativo risultato, dovendosi evitare, sul punto, apriorismi e presunzioni, in quanto l'attendibilità del risultato della profilatura va guardato *a posteriori*, a prescindere dal metodo impiegato per produrlo. Ove il risultato sia inattendibile, anche il metodo ben potrebbe essere considerato errato con conseguente addebito di responsabilità all'intermediario che, in ragione della sua libertà di organizzazione, può senz'altro legittimamente scegliere di utilizzare un algoritmo ma risponde del relativo utilizzo, analogamente a quanto avviene nel caso di illecito dei propri ausiliari (**Decisione 2471**).

**91.2.** L'intermediario è chiamato ad *"adottare misure ragionevoli per garantire che le informazioni raccolte sui clienti siano affidabili e, in particolare, non dovrebbe fare indebito affidamento sulle autovalutazioni dei clienti in relazione alle loro conoscenze, esperienze e situazione finanziaria"* ed è tenuto a svolgere verifiche, anche eventualmente sintetiche ed induttive, in presenza di elementi oggettivi tali da revocare in dubbio la corrispondenza al reale profilo del cliente delle informazioni riportate nel questionario e da far propendere per l'attribuzione di profili necessariamente *"meno evoluti"* e *"più conservativi"* (**Decisioni 1999, 3624, 3639**).

**92.** L'attività di profilatura di clienti di età avanzata deve essere svolta con particolare cura e attenzione, se del caso anche adottando presidi particolari. Tale principio rappresenta specificazione del generale dovere civilistico di comportarsi con correttezza nell'attuazione del rapporto obbligatorio (**Decisioni 3275, 7417, 7494, 8151**).

**92.1.** Gli intermediari sono tenuti a porre particolare attenzione nella raccolta delle informazioni in presenza di clienti di giovanissima età che si avvicinano, per la prima volta, ad effettuare degli investimenti in prima persona, in quanto, verosimilmente, trattasi di investitori privi di pregressa esperienza in ambito finanziario (**Decisioni 3785, 7844, 8169**).

**93.** Configura un utilizzo *"opportunistico"* della profilatura la c.d. riprofilatura del cliente da parte dell'intermediario in occasione di un nuovo investimento (**Decisioni 6317, 6504, 7025**) o a seguito di una valutazione di adeguatezza con esito negativo (**Decisioni 967, 4139**), da cui è conseguita una *"revisione al rialzo"* del profilo di rischio, pur in assenza di adeguati elementi a supporto (**Decisioni 5078, 6709, 7918**). Analogamente, va ritenuto meramente strumentale all'esecuzione degli investimenti il susseguirsi, anche

in un breve arco temporale, di plurime profilature con assegnazione di profili di rischio progressivamente più alti, pur restando immutate le caratteristiche personali e finanziarie del cliente **(Decisioni 873, 6707, 7341, 7863)**.

## La valutazione di adeguatezza

- 94.** Il comportamento dell'intermediario che, constatata ad esito della relativa verifica la non adeguatezza di un'operazione, riproponga, nel volgere di un breve lasso temporale, la medesima operazione ad "iniziativa cliente" – procedendo alla sua esecuzione in regime di appropriatezza (eventualmente a fronte dell'incarico del cliente di dare comunque corso all'operazione) – costituisce un adempimento solo formale degli obblighi su di esso incombenti, in quanto tale *modus operandi* non consente al cliente di poter disporre del tempo sufficiente per poter acquisire le informazioni necessarie per superare in modo consapevole il vincolo di inadeguatezza e induce a dubitare della stessa spontaneità e autenticità dell'"iniziativa del cliente", indotta, piuttosto, dall'intermediario attraverso una condotta opportunistica volta ad eludere i doveri in materia di valutazione di adeguatezza **(Decisioni 61, 946, 1711, 4298, 6547)**.
- 95.** La circostanza che determinate tipologie di prodotti risultino già preventivamente comprese tra i possibili investimenti ritenuti coerenti con il profilo del cliente non è sufficiente a far ritenere dimostrata l'osservanza delle regole in tema di adeguatezza, posto che la valutazione di adeguatezza di un prodotto non può essere condotta in via generale ma deve essere effettuata in concreto **(Decisione 5759)**.
- 96.** Nelle operazioni realizzate con l'intervento di un soggetto delegato, l'intermediario – in assenza di specifici accordi con la persona rappresentata in ordine a chi debba essere soggetto alla valutazione di adeguatezza ed in mancanza di specifiche procedure interne volte a disciplinare le modalità pratiche di tale valutazione – deve tenere conto, ai fini di una corretta valutazione di adeguatezza, del livello di conoscenza ed esperienza del delegato (quale soggetto che pone in essere l'operazione) e degli obiettivi d'investimento e della situazione finanziaria del delegante (soggetto nella cui sfera giuridica ricadono gli effetti dell'operazione) **(Decisioni 76, 375, 1768, 3300, 3453)**.
- 97.** L'investimento in polizze vita, seppure a connotazione finanziaria, deve considerarsi sempre non adeguato per gli enti (vale a dire per soggetti non ascrivibili al genere delle persone fisiche), siano essi dotati o meno di personalità giuridica, poiché la caratteristica che qualifica tali prodotti è quella di assolvere pur sempre una finalità anche di assicurazione, ovvero sia quella di potere ottenere un capitale alla scadenza pattuita ma anche, nel caso del verificarsi dell'evento morte nel corso del rapporto, di ottenere la devoluzione del capitale ai soggetti designati in contratto, e tale finalità viene meno nel caso in cui il soggetto contraente e assicurato sia una persona giuridica che, per definizione, non è esposta al rischio morte **(Decisioni 5062, 5398)**.

- 98.** Nel caso di investimento in polizze assicurative in cui ad un primo versamento seguano altri eventuali versamenti, l'intermediario non si può limitare a valutare l'adeguatezza dell'investimento solo nel momento iniziale in cui è stato eseguito il primo versamento, ma deve compiere nuovamente la verifica in occasione dei successivi versamenti **(Decisione 3030)**.
- 98.1.** Nel caso in cui venga sin dall'inizio concordato tra le parti che il conferimento del premio relativo ad una polizza a contenuto finanziario non avvenga in un'unica soluzione ma attraverso versamenti periodici distribuiti su un ampio arco temporale (c.d. piano di accumulo o PAC), l'intermediario non può limitarsi a valutare l'adeguatezza dell'investimento sotto il profilo della sua sostenibilità finanziaria solo relativamente al primo versamento previsto dal piano, ma è tenuto a valutare l'operazione nel suo complesso, con riguardo all'intera durata dell'investimento **(Decisioni 7507, 7508, 8116)**.
- 99.** La valutazione di adeguatezza non può limitarsi alle singole operazioni isolatamente considerate, ma deve estendersi anche agli investimenti complessivamente effettuati dal cliente al fine di evitare l'eccesso di concentrazione di titoli del medesimo emittente nel portafoglio **(Decisioni 262, 2044, 2185, 3058, 6400, 7025, 8108)**.
- 100.** La circostanza che un portafoglio sia composto anche da un solo fondo comune d'investimento non determina di per sé un rischio di eccessiva concentrazione, rilevante ai fini della valutazione di adeguatezza, quando si tratta di fondi che, investendo in una pluralità di titoli diversi per emittente, area geografica, settore e valute, assicurano un adeguato livello di diversificazione del rischio **(Decisioni 3089, 4970, 7403)**.
- 100.1.** Nel caso di investimenti concentrati in un'unica polizza o in polizze emesse dalla medesima impresa di assicurazione, la circostanza che i prodotti in questione abbiano come sottostanti fondi comuni d'investimento e, quindi, strumenti finanziari che si caratterizzano per la diversificazione degli investimenti e dei rischi, non esime l'intermediario dal valutare - nello svolgimento della valutazione di adeguatezza - il rischio emittente rispetto anche all'impresa assicuratrice, in particolare con riferimento alla sua capacità di far fronte alle obbligazioni assunte **(Decisioni 7817, 7937, 8024)**.

### **La dichiarazione di adeguatezza**

- 101.** Non è coerente con la normativa di settore (art. 41, comma 1, del Regolamento Intermediari n. 20307/2018 e art. 54, paragrafo 12, del Regolamento (UE) n. 2017/565) la condotta dell'intermediario che si limiti a definire genericamente le operazioni come adeguate al profilo dei clienti senza fornire alcuna spiegazione in merito e senza dimostrare di avere presentato loro, prima dei singoli investimenti, le dichiarazioni di adeguatezza recanti le specifiche ragioni per le quali le operazioni sono state ritenute adeguate al profilo dei clienti **(Decisioni 7548, 7713, 7960)**.

- 101.1.** Al fine di adempiere all'obbligo di rendere al cliente una dichiarazione di adeguatezza che sia in concreto idonea a consentirgli di capire se e perché le raccomandazioni siano (o meno) adatte a lui, l'intermediario dovrebbe: *i)* rappresentare non solo se, ma anche in che modo, la raccomandazione corrisponda agli obiettivi d'investimento del cliente e fare riferimento alle informazioni sul cliente utilizzate per la valutazione e su cui si basa l'operazione; *ii)* evitare di utilizzare espressioni generiche (ad esempio, *"il prodotto consigliato è adatto perché corrisponde alla tua tolleranza al rischio"* o *"il prodotto è adatto perché corrisponde alle informazioni che ci hai fornito"*), senza rendere informazioni su come si sia pervenuti alla conclusione che il prodotto consigliato fosse effettivamente adatto al cliente; *iii)* garantire, in caso di ricorso a dichiarazioni pre-formulate, che esse siano sufficientemente granulari da fare riferimento ai diversi aspetti della valutazione di adeguatezza e alle diverse caratteristiche del prodotto raccomandato (**Decisione 7419, 7433, 7494**).
- 101.2.** È inidonea ad assolvere alla propria funzione una dichiarazione standardizzata in cui viene genericamente attestata l'adeguatezza dell'operazione *"per tipologia, oggetto, frequenza e dimensione"*, senza fare alcun riferimento alle caratteristiche personali del ricorrente, alle caratteristiche del prodotto consigliato e alle diverse informazioni propedeutiche alla valutazione di adeguatezza, quali conoscenze ed esperienze, obiettivi di investimento e situazione finanziaria del cliente (**Decisioni 5643, 7293, 7453**).
- 102.** Non è sufficientemente dettagliato il contenuto di quelle dichiarazioni di adeguatezza che si limitano a riportare soltanto il profilo finanziario assegnato al cliente, l'esito delle verifiche svolte e gli indici in base ai quali il giudizio è stato eseguito, omettendo però di rappresentare la descrizione generale della consulenza e le motivazioni concrete per cui la raccomandazione fornita risulti coerente rispetto alla durata dell'investimento, alle conoscenze ed esperienze e alla propensione al rischio del cliente - anche in termini di capacità di sostenere le eventuali perdite - risultanti dal suo profilo finanziario (**Decisioni 8194, 8201, 8230**).
- 103.** Spiegazioni generiche, apodittiche, standardizzate, identiche per i diversi parametri da prendere in considerazione, formulate in modo da proporre anche motivazioni tra loro alternative e funzionali, in quanto tali, ad un utilizzo generalizzato e disancorato dal caso specifico assolvono in modo solamente formalistico all'obbligo di rendere ai clienti le dichiarazioni di adeguatezza, mentre - nella sostanza - sono inidonee a fornire al cliente la chiara spiegazione delle ragioni per cui l'investimento sia da ritenersi coerente con le sue caratteristiche personali e con gli obiettivi d'investimento perseguiti (**Decisioni 7551, 7783, 8162**).
- 104.** Per quanto riguarda la distribuzione di prodotti finanziario-assicurativi, i *report* di consulenza in cui non viene fornita la rappresentazione della valutazione personalizzata effettuata per lo specifico investimento consigliato

- vale a dire l'illustrazione dettagliata dei motivi per cui, di volta in volta, gli specifici investimenti raccomandati sono stati considerati coerenti con le caratteristiche personali, con gli obiettivi d'investimento e con le esigenze assicurative indicate dai clienti stessi - non possono considerarsi conformi alla normativa di settore che, anche in tale ambito, prescrive la consegna di una dichiarazione di adeguatezza che specifichi la consulenza prestata e indichi perché il prodotto corrisponda alle preferenze, agli obiettivi e alle altre caratteristiche del cliente (**Decisioni 6661, 7817, 7665**).

### ***I cambiamenti negli investimenti (switch)***

- 105.** La previsione di cui all'art. 54, paragrafo 11, del Regolamento (UE) 2017/565 - la quale prescrive, in caso di cambiamenti negli investimenti mediante la vendita di uno strumento e l'acquisto di un altro o mediante l'esercizio di apportare una modifica a uno strumento, la raccolta da parte dell'intermediario delle necessarie informazioni sugli investimenti in essere e sui nuovi investimenti raccomandati e l'effettuazione di un'analisi dei costi e benefici, in modo tale da essere ragionevolmente in grado di dimostrare che i benefici sono maggiori dei relativi costi - si applica in caso di *switch* che coinvolgono strumenti finanziari, in quanto la norma si riferisce alla prestazione di servizi di investimento che si configurano come tali solo quando hanno, appunto, ad oggetto strumenti finanziari (**Decisioni 6651, 7212**).
- 106.** Laddove il cambiamento riguardi le attività sottostanti a prodotti di investimento assicurativo (c.d. *switch* interni alle polizze), ai sensi dell'art. 9, paragrafo 7, del Regolamento (UE) n. 2017/2359, gli intermediari assicurativi che prestano il servizio di consulenza sono tenuti a svolgere, anche in tali casi, un'analisi dei costi e dei benefici attesi dal cambiamento, in modo da essere ragionevolmente in grado di provare che i benefici attesi sono superiori ai costi (**Decisioni 7212, 7442**).
- 107.** Nel caso di *switch* che coinvolgono prodotti d'investimento assicurativi e strumenti finanziari, l'obbligo degli intermediari di effettuare una valutazione dei relativi costi e benefici e di essere in grado di dimostrare che i benefici sono maggiori dei costi non discende, a rigore, né dall'art. 54, paragrafo 11, del Regolamento (UE) n. 2017/565 - che si riferisce ai cambiamenti di strumenti finanziari - né dall'art. 9, paragrafo 7, del Regolamento (UE) n. 2017/2359 - che riguarda il diverso caso di *switch* interni ad una polizza - bensì dall'art. 135-*vicies.bis* del Regolamento Intermediari il quale prevede che "*gli intermediari che svolgono sia il servizio di distribuzione [...] di prodotti di investimento assicurativi [...] sia il collocamento di strumenti finanziari e/o la consulenza in materia di investimenti, considerano unitariamente il rapporto con i clienti al fine di adempiere in modo uniforme e coordinato alle regole di condotta*", proprio con lo scopo di chiarire che, nel caso di intermediari "polifunzionali" e di investitori che, tramite tali soggetti, perseguono unitariamente i propri obiettivi di investimento attraverso diversi prodotti e/o servizi finanziari, l'intermediario deve, nel concreto, adottare un approccio unitario rispetto a tutta la gamma dei

prodotti e servizi offerti al momento di definire i comportamenti da tenere nel rapporto con i clienti; ciò anche al fine di applicare le regole di condotta in modo coordinato e garantire ai clienti il medesimo trattamento, quale che sia il prodotto commercializzato (**Decisioni 7212, 7736, 8115**).

- 108.** La disciplina in materia di cambiamenti negli investimenti si applica nei casi in cui la volontà del cambiamento presenti i connotati di "*contestualità e finalizzazione alla sostituzione*", da intendersi come presupposti necessari per l'applicazione della disciplina in questione (**Decisione 3406**).
- 109.** In caso di cambiamenti negli investimenti effettuati nell'ambito della prestazione del servizio di consulenza, è specifico onere dell'intermediario che svolge la valutazione di adeguatezza dimostrare di avere effettuato l'analisi dei costi e dei benefici del cambiamento e che i benefici della complessiva operazione siano maggiori dei relativi costi (**Decisione 7691, 7720, 8115**).
- 110.** Non soddisfano i requisiti prescritti in tema di cambiamento negli investimenti le dichiarazioni di adeguatezza in cui non sono esplicitate le ragioni per cui i benefici conseguibili sopravanzano i costi collegati alla complessiva operazione (**Decisioni 7415, 7506, 7551**).

### Le regole di *product governance*

- 111.** La circostanza che l'investitore rientri nella platea di potenziali sottoscrittori individuata in base alle norme in tema di *product governance* (*target market*) non implica che il prodotto sia automaticamente per lui adeguato, in quanto il *target market* del prodotto, individuato a monte dall'emittente, non è sovrapponibile con il profilo dell'adeguatezza, la cui concreta valutazione è sempre affidata all'intermediario-collocatore, il quale è chiamato comunque ad esplorare le specifiche caratteristiche del singolo cliente e a verificare che il prodotto risponda, nello specifico, alle sue esigenze (**Decisione 7317**).
- 111.1.** Di converso, le operazioni eseguite "*fuori target market positivo*" non possono ritenersi, solo per tale ragione, non adeguate in quanto - come chiarito dall'ESMA negli "*Orientamenti sugli obblighi di governance dei prodotti ai sensi della MiFID II*" - l'individuazione di un mercato di riferimento da parte del distributore non pregiudica la valutazione di adeguatezza, ciò significando che, in determinati casi, possono verificarsi divergenze tollerabili tra l'individuazione del mercato di riferimento e l'adeguatezza su base individuale del cliente se la raccomandazione o la vendita del prodotto adempie ai requisiti di adeguatezza applicati sotto il profilo del portafoglio nonché a tutti i requisiti giuridici di altra natura applicabili (**Decisione 7203**).
- 111.2.** Fermo restando che la distribuzione di un prodotto "*fuori target market positivo*" non costituisce di per sé un'irregolarità, essa deve, comunque, avvenire - come puntualizzato negli Orienta-

menti ESMA sugli obblighi di *governance* dei prodotti ai sensi della MiFID II - nel rispetto di specifiche condizioni e, soprattutto, fornendo un'adeguata informativa al cliente, documentando in modo chiaro nelle dichiarazioni di adeguatezza i motivi dello scostamento dal *target market* (**Decisioni 5643, 6310, 8181**).

**111.3.** Il discostamento dal "*target market positivo*" non può, in ogni caso, essere oggetto di censura - sul piano del rispetto delle regole in materia di adeguatezza - laddove l'effetto della deviazione si sostanzia in una riduzione del livello di rischio rispetto al profilo del cliente (**Decisione 7275**).

## La valutazione di appropriatezza

**112.** Per assolvere correttamente ai propri doveri, l'intermediario non può limitarsi a rilevare la non appropriatezza di un'operazione senza rappresentare all'investitore, in modo puntuale e compiuto, le relative ragioni, in quanto la mancata esplicitazione dei motivi di inapproprietezza non consente al cliente di valutare con piena consapevolezza il giudizio dell'intermediario in funzione della conseguente decisione di dare o meno seguito all'investimento (**Decisioni 393, 1712, 4546, 6316, 6545, 6846**).

**113.** In caso di operazioni di investimento effettuate tramite piattaforme di *trading online*, la circostanza che il cliente si avvalga di strumenti telematici per disporre le operazioni di investimento non può avere tra i suoi effetti quello di giustificare un abbassamento della soglia di tutela. Pertanto, un ordine impartito via *internet* non esonera l'intermediario dall'assumere le informazioni necessarie per eseguire la valutazione di appropriatezza, né dal fornire all'investitore le informazioni previste dalla normativa di settore (**Decisioni 1507, 3174, 4709, 7126, 7228, 7615**).

**114.** La valutazione di appropriatezza può ritenersi correttamente svolta in presenza di resoconti non modificabili e relativi a operatività *online* dei clienti, da cui risulti che l'intermediario ha tracciato la verifica di appropriatezza dell'operazione e comunicato il relativo esito al cliente (**Decisioni 2056, 4486, 6668**).

**115.** Costituisce mezzo idoneo ad assolvere agli obblighi di segnalazione incombenenti sull'intermediario, un sistema che richiami l'attenzione del cliente, tramite apposito avviso o *pop up*, sul fatto che l'investimento non è appropriato e inibisca l'acquisto se il cliente non dichiara espressamente di volere comunque procedere con l'operazione (**Decisioni 5490, 6843, 7372**).

## La consulenza in materia di investimenti

**116.** Nelle ipotesi in cui il contratto quadro sottoscritto tra le parti non preveda la prestazione del servizio di consulenza, è onere del ricorrente fornire la prova della prestazione - in via di fatto - di un'attività consulenziale in quanto, in tali casi, l'esercizio della consulenza attiene alla dinamica dei

rapporti tra il cliente e il personale dell'intermediario la cui prova verte su circostanze che si collocano al di fuori della regola dell'art. 23, comma 6, del TUF, con la conseguenza che il relativo onere incombe sul ricorrente, trovandosi in caso contrario l'intermediario nella posizione di dover fornire dimostrazione di un fatto negativo **(Decisioni 6692, 6707)**.

- 117.** Poiché a partire dal 31 marzo 2021 la disciplina del settore assicurativo prevede la prestazione obbligatoria del servizio di consulenza da parte degli intermediari che distribuiscono prodotti di investimento assicurativo complessi, le operazioni di investimento e disinvestimento aventi ad oggetto tali prodotti ed effettuate dopo tale data devono considerarsi avvenute nell'ambito della prestazione del servizio di consulenza **(Decisione 7256)**.
- 118.** A fronte di un accordo tra le parti che preveda l'offerta al cliente, anche su iniziativa dell'intermediario, di consulenza in materia di investimenti e un corrispettivo periodico per tale servizio, è ragionevole attendersi che l'intermediario - stanti le caratteristiche del servizio contrattualizzato - svolga una qualche attività di consulenza (anche a livello di mera proposta o informativa circa le opportunità offerte dal mercato) la cui mancanza, specie ove protrattasi per un apprezzabile arco temporale, rende ingiustificato l'addebito al cliente delle commissioni corrisposte per tale servizio **(Decisioni 2166, 7195, 7630)**.

## La disciplina del conflitto di interessi

- 119.** La normativa di riferimento non pone un divieto di prestazione dei servizi di investimento in presenza di situazioni di conflitto di interessi, bensì detta le regole cui l'intermediario deve conformarsi, in simili fattispecie, per agire in modo trasparente e nel miglior interesse del cliente. Tali regole si sostanziano, anzitutto, nell'obbligo di adottare ogni misura ragionevole per identificare i conflitti di interessi e gestirli, in modo da evitare che incidano negativamente sugli interessi dei clienti, nonché di informare chiaramente i clienti stessi, prima di agire per loro conto, della natura generale e delle fonti dei conflitti, allorquando le misure adottate non siano sufficienti ad assicurare, con ragionevole certezza, che il rischio di nocimento agli interessi dei clienti sia evitato **(Decisioni 1652, 3105, 5719)**.
- 119.1.** Laddove le contestazioni vertano sul modo in cui l'intermediario si sia predisposto a gestire le situazioni di conflitto di interessi, la mera sottoscrizione da parte del cliente della dichiarazione di presa d'atto della situazione del conflitto di interessi, di per sé sola, non può ritenersi sufficiente al fine di escludere la responsabilità dell'intermediario, essendo piuttosto necessaria la prova dell'adozione da parte di quest'ultimo di misure organizzative e amministrative idonee a identificare, prevenire e gestire situazioni siffatte **(Decisioni 2106, 4083, 6535)**.
- 120.** Qualora, in presenza dei prescritti presupposti normativi, l'intermediario sia tenuto ad adempiere agli obblighi di *disclosure*, non è sufficiente, in

senso esimente per l'intermediario, la mera dichiarazione, resa dal ricorrente in sede di stipula del contratto quadro, di aver ricevuto il documento contenente informazioni sulla politica seguita dall'intermediario in materia di conflitto di interessi, in quanto è dovere di quest'ultimo informare l'investitore, prima dell'esecuzione dei singoli ordini, anche della natura e delle fonti del conflitto di interessi esistente in relazione alla specifica operazione posta in essere **(Decisioni 1912, 4560)**.

**120.1.** Con riferimento agli obblighi di trasparenza sulla situazione di conflitto di interessi in occasione dei singoli investimenti, questi possono ritenersi correttamente assolti da parte dell'intermediario, allorché questo fornisca al cliente l'informativa sulla natura e sulla fonte del conflitto tramite il modulo d'ordine, debitamente sottoscritto dal ricorrente **(Decisioni 1909, 3798, 4531)**; del pari, non è sufficiente allo scopo, perché adempimento meramente formale, la presenza sul modulo di investimento dell'avvertenza sull'esistenza e la relativa presa visione della *policy* sui conflitti da parte del cliente **(Decisione 4036)**.

**121.** Le regole introdotte dalla MiFID II - per il caso in cui le disposizioni organizzative e amministrative adottate non siano sufficienti ad assicurare, con ragionevole certezza, che il rischio di nuocere agli interessi dei clienti sia evitato - impongono agli intermediari di informare questi ultimi, prima di agire per loro conto, non soltanto della natura generale e/o delle fonti dei conflitti di interesse ma anche delle misure adottate per mitigare i rischi connessi. Deve, pertanto, ritenersi sussistente la responsabilità dell'intermediario che, sebbene abbia comunicato al cliente di essere tenuto ad assolvere allo specifico obbligo di trasparenza preventivo al compimento dell'operazione in quanto le misure di gestione dei conflitti d'interesse da esso adottate non sono risultate idonee ad evitare il rischio per il cliente, tuttavia non ha fornito, in concreto, al ricorrente alcuna informazione in ordine alla natura e/o alle fonti della situazione di conflitto di interessi relativa alla specifica operazione di investimento, né una descrizione dei rischi che tale situazione avrebbe potuto generare per il cliente e tantomeno le azioni intraprese per attenuarli, non consentendogli quindi di prestare un consenso consapevolmente informato **(Decisione 4560)**.

**121.1.** Similmente, con specifico riferimento agli obblighi informativi nella distribuzione di prodotti d'investimento assicurativi, non è conforme al dovere di informare chiaramente i clienti, prima di agire per loro conto, della natura generale e/o delle fonti dei conflitti di interessi nonché delle misure adottate per mitigare i rischi connessi, la comunicazione indirizzata ai clienti che, sebbene idonea a far cogliere la sussistenza di una situazione di conflitto di interessi, non espliciti le misure in concreto adottate per mitigare i rischi connessi, ma riporti esclusivamente la generica dicitura che l'intermediario ha adottato specifici processi di prevenzione o gestione dei conflitti di interessi a tutela dei clienti **(Decisione 6877)**.

## La gestione individuale di portafogli

**122.** Il servizio di gestione individuale di portafogli si caratterizza per la discrezionalità dell'intermediario nella scelta delle operazioni da compiere per conto dei clienti - sebbene nei limiti dei criteri predeterminati nelle linee di gestione - nonché per il fatto che il cliente-mandante conserva sempre la facoltà di impartire istruzioni vincolanti al gestore (**Decisioni 1095, 1414, 3251, 4071, 5695, 7778**) tanto sulle operazioni da compiere, quanto su quelle da cui ritiene opportuno che l'intermediario gestore si astenga (**Decisioni 1302, 4352, 7778**).

**122.1.** Nella prestazione del servizio di gestione individuale di portafogli, l'intermediario, pur avendo spazi di discrezionalità nella determinazione delle operazioni di investimento da compiere per conto del cliente, non può mai disattendere i limiti rappresentati dai criteri predeterminati nelle linee di gestione. Pertanto, a fronte della contestazione di avere svolto l'attività di gestione oltre i limiti prefissati, l'intermediario - per andare esente da responsabilità - deve dimostrare che nel corso del rapporto gli investimenti presenti in portafoglio hanno sempre rispettato i limiti di allocazione per *asset class* previsti dalla linea di gestione e che quest'ultima è sempre stata coerente, nel suo complesso, con il livello di rischio che essa avrebbe potuto assumere e che, indipendentemente da ogni considerazione circa il profilo del cliente, rappresenta in ogni caso il parametro di rischio entro il quale il gestore è chiamato ad esercitare la propria discrezionalità (**Decisione 4071**).

**122.2.** Caratterizzandosi la prestazione del servizio di gestione individuale di portafogli per un elevato grado di discrezionalità, l'eventuale *mala gestio* dell'intermediario non può desumersi dal semplice fatto che un investimento su uno specifico prodotto abbia fatto registrare delle perdite, con la conseguenza che - salva l'ipotesi che l'investimento contestato non sia coerente con il programma e la strategia di investimento proprie della gestione prescelta - per affermare la responsabilità dell'intermediario non è sufficiente allegare il carattere non opportuno o non ragionevole della singola scelta di investimento operata nell'ambito della gestione, ma occorre piuttosto allegare che è stata la gestione complessivamente intesa a non essere stata oggetto di adeguata ponderazione e a non essersi svolta secondo un ordinato processo interno di valutazione, anche di tipo istruttorio (**Decisioni 401, 1760, 3695, 5822, 6619**).

**123.** In assenza di una previsione contrattuale che stabilisca uno specifico termine entro il quale l'intermediario deve provvedere alla liquidazione di una gestione individuale di portafogli, ogni verifica circa la ragionevolezza del tempo resosi necessario va compiuta alla luce delle circostanze che connotano la fattispecie concreta, tenendo in ogni caso conto del carattere articolato dell'attività di liquidazione delle gestioni individuali in cui usualmente confluiscono una pluralità di strumenti finanziari e la cui dismissione può, a sua volta, soggiacere a regole particolari ed impedire, nella

sostanza, di smobilizzare con immediatezza l'intero portafoglio (**Decisioni 5285, 6503**). Ciò stante, nelle controversie riguardanti la tempistica di esecuzione di disposizioni di chiusura di servizi di gestione patrimoniale, la previsione contrattuale, a tali fini, di un periodo di trenta giorni non può dirsi irragionevole né contraria al principio che esige un'esecuzione diligente e in buona fede della prestazione dovuta (**Decisioni 4870, 5296**).

**124.** Nell'ambito della prestazione del servizio di gestione individuale di portafogli, caratterizzato da un alto grado di discrezionalità dell'intermediario nell'attuazione delle scelte di investimento per conto del cliente, non sussiste in capo all'intermediario un obbligo di informare il cliente in merito agli specifici investimenti in strumenti finanziari di volta in volta effettuati nell'esecuzione della gestione quando tali investimenti rientrano nel novero di quelli preventivamente approvati dal cliente in sede di stipula del contratto di gestione e di determinazione della linea prescelta e risulti la continenza dell'attività gestoria nei limiti di allocazione contrattualmente previsti (**Decisione 6595**).

### La prestazione dei c.d. servizi esecutivi

**125.** Gli intermediari che danno attuazione alla volontà degli azionisti di partecipare ad un aumento di capitale non agiscono nella veste di meri depositari in amministrazione di titoli, ai sensi e per gli effetti di cui all'art. 1838 c.c., ma prestano un servizio di investimento riconducibile al servizio di collocamento - senza assunzione a fermo né assunzione di garanzia - oppure al servizio di esecuzione di ordini per conto dei clienti e sono, pertanto, tenuti al rispetto delle regole di condotta previste in capo agli intermediari dall'art. 21 del TUF e dalle relative norme di attuazione (**Decisioni 6306, 8041, 8280**).

**126.** Nello svolgimento dei servizi di investimento c.d. esecutivi - quali la ricezione e la trasmissione di ordini, il collocamento e la negoziazione per conto proprio - non vengono meno le regole di comportamento dettate dall'ordinamento in materia di obblighi informativi, trattandosi di obblighi che gravano sull'intermediario indipendentemente dal tipo di servizio prestato (**Decisioni 1665, 3829, 6588, 8166, 8270**).

**127.** Gli intermediari, quando prestato servizi di investimento c.d. esecutivi, possono ritenersi esentati dall'effettuare la valutazione di appropriatezza (c.d. regime di "execution only") solo quando ricorrono tutte le condizioni previste dalla disciplina di settore, che non si esauriscono nella circostanza che vengano prestati i servizi di esecuzione o di ricezione e trasmissione di ordini su strumenti finanziari non complessi, ma richiedono - altresì - che il cliente sia informato del fatto che, nel prestare il servizio, l'intermediario non è tenuto a valutare l'appropriatezza e che, pertanto, egli non beneficerà della protezione offerta dalle relative disposizioni (**Decisioni 8080, 8166**).

**128.** Nell'ambito del servizio di esecuzione di ordini, pur non essendo l'intermediario tenuto a garantire il perfezionamento degli ordini di vendita im-

partiti dai propri clienti, incombe comunque su di lui l'obbligo di elaborare delle procedure che, nell'ottica di assicurare una corretta esecuzione degli ordini, identifichino la strategia di esecuzione e di trasmissione degli ordini stessi per ottenere il miglior risultato possibile per i loro clienti, avendo riguardo al prezzo, ai costi, alla rapidità e alla probabilità di esecuzione e di regolamento, alle dimensioni, alla natura dell'ordine o a qualsiasi altra considerazione pertinente ai fini della sua esecuzione (c.d. obbligo di *best execution*) **(Decisioni 1908, 4594, 6554)**.

**128.1.** La mancata esecuzione di un ordine di vendita non implica di per sé, necessariamente, un inadempimento dell'intermediario, con la conseguenza che il ricorrente - sul quale grava l'onere di allegare in modo sufficientemente preciso l'inadempimento che egli imputa all'intermediario - non può limitarsi a rilevare la mancata esecuzione dell'ordine, senza anche allegare una motivata e specifica violazione del quadro normativo di settore commessa dall'intermediario nella trattazione dell'ordine rimasto inesequito **(Decisioni 1518, 3049, 4863, 5021, 5895)**.

**129.** In ossequio al generale dovere di prestare i servizi d'investimento perseguendo il miglior interesse del cliente e con il dovuto grado di diligenza, l'intermediario - in caso di ricezione di ordini che presentino irregolarità sanabili o che non risultino corredati da tutta la necessaria documentazione - è tenuto ad attivarsi al fine di consentire al cliente di regolarizzare tempestivamente gli ordini, con la conseguenza che, in caso contrario, il ritardo nella relativa esecuzione è riconducibile nell'alveo delle sue responsabilità **(Decisioni 3289, 4498, 7489)**.

**129.1.** L'intermediario che offre i servizi di esecuzione di ordini tramite la propria piattaforma di *trading online* deve ragionevolmente implementare il proprio sistema informatico almeno in modo da essere in grado di segnalare, all'atto dell'inserimento dell'ordine avente ad oggetto strumenti di cui consente suo tramite l'acquisto e/o la negoziazione, se l'ordine è stato impartito in maniera conforme ai parametri in concreto richiesti dal mercato per la sua accettazione, prima ancora che della sua esecuzione **(Decisioni 5419, 6010)**.

**129.2.** Alla luce della disciplina di recepimento della Direttiva MiFID II e in particolare dell'art. 51 del Regolamento Intermediari n. 20307/2018 che, richiamando l'art. 67 del Regolamento delegato (UE) 2017/565, dispone che gli intermediari "*informano il cliente circa le eventuali difficoltà rilevanti che possono influire sulla corretta esecuzione degli ordini non appena ne vengono a conoscenza*", è censurabile la condotta dell'intermediario che si limita ad informare il cliente del fatto che l'ordine non è stato eseguito, senza però avere cura di indicarne anche le ragioni, non ponendo così l'investitore nella condizione di potersi attivare nel modo ritenuto più opportuno **(Decisioni 4212, 6793)**.

**130.** Laddove i servizi di esecuzione di ordini o di negoziazione vengono prestatati mettendo a disposizione dei clienti piattaforme di *trading online*, gli

intermediari, ai fini dell'adeguato assolvimento degli obblighi di correttezza e trasparenza nella prestazione dei servizi di investimento, sono tenuti a dotarsi sia di presidi organizzativi e piattaforme efficienti e funzionanti - e, in particolare, di sistemi informativi interni adeguati e tali da garantire, tenuto conto dei volumi delle transazioni disposte, il rispetto dell'obbligo di eseguire con tempestività gli ordini impartiti dai clienti e la funzionalità e continuità del servizio prestato - sia di adeguate procedure e risorse per far fronte ad eventuali "cadute" (anche temporanee) del sistema automatizzato, prevedendo strumenti alternativi, efficaci e strutturati, che consentano alla clientela di proseguire comunque l'operatività **(Decisioni 1557, 3161, 4107, 6855, 7739; per il medesimo orientamento in caso di disposizioni impartite tramite il servizio di phone banking, si v. Decisione 6982)**.

- 131.** Le clausole contrattuali di esonero della responsabilità dell'intermediario per qualsivoglia disservizio legato al malfunzionamento della piattaforma di *trading online* sono incompatibili con il principio generale in materia di presidi organizzativi individuati dall'art. 21, comma 1, lett. d), del TUF (che impone agli intermediari di "*disporre di risorse e procedure, anche di controllo interno, idonee ad assicurare l'efficiente svolgimento dei servizi e delle attività*"), richiamato nella comunicazione CONSOB n. DI/30396 del 2000 (tuttora vigente nella parte relativa ai principi regolanti l'utilizzo degli strumenti informatici), ove è fatto presente che "*gli intermediari che prestano servizi di trading online devono dotarsi di sistemi informativi interni adeguati a garantire, tenuto conto dei volumi delle transazioni disposte, il rispetto dell'obbligo di eseguire con tempestività gli ordini impartiti dagli investitori [...]*", potendo, a tal fine, "*risultare opportuno concludere accordi con Internet provider e con altri soggetti coinvolti nel processo, idonei a garantire la funzionalità efficiente del servizio prestato. In ogni caso è necessario che l'intermediario predisponga adeguate procedure e risorse per far fronte ad eventuali «cadute» (anche temporanee) del sistema automatizzato, dotandosi di strumenti alternativi, efficienti e strutturati, che consentano alla clientela di proseguire l'operatività*" **(Decisione 7150; per il medesimo orientamento in caso di disposizioni impartite tramite il servizio di phone banking, si v. Decisione 6982)**.

**131.1.** In caso di malfunzionamenti della piattaforma di *trading online*, la possibilità per l'investitore di inoltrare ordini di vendita avvalendosi di un canale alternativo (nella fattispecie tramite *fax*) non esclude la responsabilità dell'intermediario, se non dimostra che l'ordine così trasmesso avrebbe potuto essere gestito in tempi rapidi e quando la condotta richiesta risulta esageratamente onerosa per essere esigibile (nel caso di specie gli ordini via *fax* erano ammessi solo se inviati dall'ufficio promotori) nonché, in termini generali, scarsamente idonea a compensare i disservizi legati ai malfunzionamenti **(Decisione 7150)**.

**131.2.** In caso di malfunzionamenti del servizio di *phone banking*, non può essere rimproverato al cliente di non avere impartito le disposizioni attraverso canali alternativi (ad esempio, tramite conferi-

mento dell'ordine allo sportello o attraverso consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede a tale fine autorizzati) se questi ultimi risultano ontologicamente incompatibili con l'urgenza che caratterizza la tempistica di inserimento dell'ordine e la sua immediata esecuzione; né può essere rimproverato all'investitore di avere in precedenza disattivato il servizio di *trading online* così privandosi di uno dei sistemi di conferimento dell'ordine, in quanto la preventiva attivazione di canali ulteriori di fruizione dei servizi costituisce una libera facoltà del cliente e non un suo dovere. Piuttosto è onere dell'intermediario, in tali ipotesi, predisporre misure volte a consentire al cliente di ovviare, in quel momento, alla temporanea indisponibilità del canale telefonico per permettergli di operare tramite canali alternativi, anche se non disponibili in via generale per il cliente interessato **(Decisione 6982)**.

- 132.** Posto che anche i clienti che operano *online* devono attenersi alle regole di comune diligenza, è censurabile la condotta di quegli investitori che, avvalendosi del canale digitale, pongono autonomamente in essere per lunghi periodi e con sistematicità, spesso giornaliera, operazioni d'investimento in strumenti rischiosi e, ignorando la valenza segnaletica delle perdite via via maturate, si dolgono solo successivamente e spesso a distanza di molto tempo di presunti inadempimenti della normativa di settore da parte dell'intermediario, con l'intento evidentemente di scaricare sulla controparte gli effetti dannosi del loro operare **(Decisioni 1903, 2547, 4354, 7905)**.
- 133.** In caso di operatività in marginazione, la condotta dell'intermediario che proceda alla chiusura forzata delle posizioni in conseguenza dell'inadempimento del cliente agli obblighi di integrazione dei margini, non può essere valutata "secondo il metro della diligenza professionale esigibile nell'ambito delle ordinarie situazioni di mercato" trattandosi di iniziativa finalizzata a soddisfare l'interesse (anche) collettivo dell'integrità dei mercati e, pertanto, essa non integra violazione degli obblighi di *best execution* **(Decisioni 2244, 5765)**.
- 134.** In caso di ricezione da parte degli intermediari collocatori di ordini di rimborso di quote di OICR, questi ultimi, in coerenza con quanto prescritto nel Regolamento della Banca d'Italia del 19 gennaio 2015 in tema di gestione collettiva del risparmio, sono tenuti a trasmetterle ai gestori entro e non oltre il primo giorno lavorativo successivo a quello di loro ricezione da parte del cliente **(Decisioni 4576, 4622, 4878, 5776, 6613, 6853)**.
- 134.1.** In caso di domanda di riscatto di un prodotto d'investimento assicurativo presentata tramite l'intermediario distributore, questo è chiamato ad essere quanto più solerte possibile nella trasmissione della richiesta alla compagnia assicurativa. In ogni caso, in mancanza di norme pattizie e regolamentari a cui fare riferimento, la valutazione della condotta circa la tempestività della trasmissione della richiesta non può che essere condotta seguendo un criterio di ragionevolezza, utilizzando per analogia, come parametro, quanto

prescritto nel Regolamento della Banca d'Italia del 19 gennaio 2015 in tema di gestione collettiva del risparmio (**Decisioni 4576, 5296, 6270, 6486**).

## La prestazione del servizio accessorio di custodia e amministrazione di strumenti finanziari

- 135.** Ai sensi dell'art. 1838 c.c., il depositario in amministrazione di titoli ha l'obbligo di mettere in condizione il depositante di esercitare i diritti inerenti ai titoli depositati e, in questa prospettiva, come testimonia il richiamo (da intendersi peraltro come solo esemplificativo) all'obbligo di richiedere istruzioni con riferimento all'esercizio dei diritti di opzione in relazione alle azioni depositate, esso è obbligato a informare il depositante delle vicende che interessano la struttura finanziaria dell'emittente i titoli oggetto di deposito, che implicano operazioni aventi ad oggetto questi ultimi, e dunque a comunicargli tutte le informazioni utili e necessarie affinché il depositante possa decidere in piena autonomia circa le proprie scelte di investimento (**Decisioni 1979, 2246, 7055, 7274, 8069**).
- 135.1.** L'intermediario che presta servizi d'investimento è obbligato, in forza del contratto accessorio di deposito titoli in amministrazione, a informare il cliente: *i*) non solo della possibilità di aderire ad un aumento di capitale, come espressamente previsto dall'art. 1838 c.c., ma anche della possibilità di aderire ad un'offerta pubblica di scambio relativa a titoli in custodia e dei termini per aderirvi (**Decisioni 6379, 6439, 6831**); *ii*) della notizia di *delisting* di uno strumento (**Decisioni 6571, 7274, 7636**); *iii*) del verificarsi di eventi societari degli emittenti che hanno ripercussioni dirette sui titoli (**Decisioni 5604, 7055**); *iv*) dell'esistenza di procedure fallimentari riguardanti l'emittente che permettano agli interessati di intraprendere iniziative sui titoli (**Decisioni 5412, 6490, 8019**); *v*) della facoltà di esercizio del *warrant* attraverso l'informativa sulla scadenza del diritto incorporato e la raccolta delle conseguenti istruzioni (**Decisioni 4542, 4543, 4544**).
- 136.** L'intermediario depositario ha l'obbligo di curare la riscossione dei dividendi e di verificare che gli stessi siano effettivamente corrisposti secondo le modalità contrattualmente previste (**Decisione 2944**).
- 137.** In applicazione dell'articolo 63, comma 2, del Regolamento delegato (UE) 2017/565 gli intermediari che detengono strumenti finanziari o quote di OICR - ancorché queste ultime siano oggetto di rendicontazioni specifiche da parte del gestore - devono inviare a ciascun cliente per il quale detengono strumenti finanziari o fondi, rendicontazioni con cadenza almeno trimestrale, al fine di fornire al cliente una fotografia periodica del deposito, per consentirgli di effettuare le opportune scelte in termini di conservazione o disinvestimento (**Decisioni 2054, 7292**).

## L'offerta fuori sede

- 138.** In linea con quanto precisato nella sentenza delle Sezioni Unite della Corte di Cassazione n. 13905 del 3 giugno 2013, il diritto di recesso previsto dall'art. 30 del TUF non riguarda il contratto quadro ma si riferisce esclusivamente alle singole operazioni disposte in esecuzione dello stesso (**Decisioni 1610, 2547, 4646, 6525, 6935, 7225**).
- 139.** La conclusione di operazioni a distanza a seguito dello scambio di *e-mail* tra investitore e intermediario e la negoziazione di ordini impartiti tramite sistemi telematici che richiedono l'utilizzo di credenziali assegnate al cliente (**Decisioni 6735, 6854**) non configurano un'offerta fuori sede con la conseguenza che, in tali casi, non si applica la disciplina di protezione prevista dall'art. 30 del TUF.
- 140.** La responsabilità solidale dell'intermediario per i danni arrecati dal consulente finanziario abilitato all'offerta fuori sede (art. 31, comma 3, del TUF) prescinde dalla sussistenza dell'elemento della colpa nella sorveglianza sull'attività del consulente, essendo sufficiente - ai fini della relativa configurabilità - la ricorrenza di un rapporto di "necessaria occasionalità" tra fatto illecito del consulente e incombenze affidategli, ravvisabile - in linea con gli orientamenti espressi dalla giurisprudenza di legittimità - in tutte le ipotesi in cui il comportamento di questi rientri nel quadro delle attività funzionali all'esercizio delle incombenze di cui è investito (**Decisioni 1506, 2896, 3700, 5597, 6899, 8029**).
- 140.1.** Il rapporto di "necessaria occasionalità" tra l'illecito perpetrato dal consulente abilitato all'offerta fuori sede e l'esercizio delle funzioni al medesimo assegnate dall'intermediario può ritenersi sussistente quando la condotta scorretta venga posta in essere dal consulente tramite i sistemi informatici e gli applicativi dell'intermediario (**Decisione 6362**), ovvero grazie alla disponibilità o tramite l'utilizzo di moduli o indirizzi *e-mail* riconducibili all'intermediario (**Decisioni 7416**) o, ancora, quando le operazioni vengano eseguite presso la sede dell'intermediario con contestuale emissione di documentazione a questo riconducibile (**Decisione 2360**) e, comunque, quando il consulente si presenti al cliente nella veste di consulente abilitato all'offerta fuori sede per conto dell'intermediario (**Decisioni 2896, 3373**).
- 141.** In linea con quanto rilevato dalla Corte di Cassazione, la responsabilità dell'intermediario è esclusa soltanto nei casi in cui il danneggiato ponga in essere una condotta agevolatrice che presenti connotati di anomalia, vale a dire, se non di collusione, quantomeno di consapevole acquiescenza alla violazione delle regole e solo qualora risulti per l'investitore chiaramente percepibile che il preposto, abusando dei suoi poteri, agisca per finalità estranee a quelle del preponente, ovvero quando il medesimo danneggiato sia consapevolmente coinvolto nell'elusione della disciplina legale o abbia prestato acquiescenza all'irregolare agire dello stesso, palesata da elementi presuntivi, quali il numero o la ripetizione delle operazioni poste

in essere con modalità irregolari, il valore complessivo delle operazioni, l'esperienza acquisita nell'investimento di prodotti finanziari, la conoscenza del complesso *iter* funzionale alla sottoscrizione di programmi di investimento e le sue complessive condizioni culturali e socio economiche (**Decisioni 6899, 7756, 7823**).

**141.1.** I comportamenti imprudenti e negligenti dei clienti che si sostanziano nel riporre "cieca fiducia" nell'operato del consulente, nel consegnare al consulente le proprie credenziali di accesso al sistema di *internet banking* o i propri codici OTP in relazione a singole operazioni di investimento, quand'anche inidonei a interrompere il nesso di necessaria occasionalità, concorrono comunque alla causazione del danno (**Decisioni 7518, 7588**).

## Il risarcimento del danno

**142.** In caso di accertata responsabilità dell'intermediario per violazione delle regole di condotta nella fase genetica degli investimenti, il risarcimento del danno spettante al cliente è quantificabile in misura pari alla differenza tra il valore dell'investimento all'atto dell'acquisto o della sottoscrizione e quanto eventualmente ricavato dalla sua successiva alienazione (**Decisioni 8194, 8230, 8262**), ovvero quanto si sarebbe potuto ricavare dalla sua alienazione tempestiva al tempo in cui il cliente si è reso conto - o avrebbe dovuto rendersi conto usando l'ordinaria diligenza - della reale rischiosità o dell'inadeguatezza dell'investimento (**Decisioni 8196, 8242, 8266**), salvo che il cliente si trovasse nell'impossibilità di diritto o di fatto di rivendere lo strumento finanziario.

**143.** Il possesso dei titoli al momento della proposizione del ricorso non può essere considerato di per sé ostativo al riconoscimento del risarcimento di un danno, potendo in tali casi farsi applicazione del principio affermato dalla Suprema Corte (Cass., 29 dicembre 2011, n. 29864) ai sensi del quale, in tale evenienza, il risarcimento deve essere liquidato in misura pari alla perdita di valore intervenuta alla data in cui il cliente ha assunto consapevolezza delle irregolarità poste in essere dall'intermediario, sull'assunto che le conseguenze dell'indebito accollo del rischio al cliente cessano - o comunque non sono più direttamente riconducibili alla violazione da parte dell'intermediario dei propri obblighi verso l'investitore - a partire dal momento in cui quest'ultimo, adoperando l'ordinaria diligenza cui ciascuno è tenuto nella gestione del proprio patrimonio, sia stato in grado di percepire egli stesso l'esistenza di tali rischi. Il rischio che il perdurante possesso dei titoli possa consentire al cliente di giovare dell'eventuale incremento di valore degli stessi, nonché di incassare dividendi, plusvalenze e interessi, rappresenta proprio il naturale effetto del principio affermato anche dalla giurisprudenza di legittimità (Cass., 29 dicembre 2011 n. 29864) in base al quale, in caso di mancata tempestiva vendita di titoli, l'investitore, come sopporta il rischio di eventuali ulteriori perdite, si giova anche di eventuali riprese di valore (**Decisioni 7797, 8093, 8155**).

- 144.** Nel caso in cui il ricorrente si sia trovato nell'impossibilità giuridica o materiale di disinvestire (circostanza ricorrente nei casi di strumenti finanziari illiquidi), egli ha diritto di vedersi risarcito anche della perdita di valore dell'investimento verificatasi dopo la data in cui si è reso conto della reale rischiosità o della inadeguatezza del titolo e sino al tempo della liquidazione del danno **(Decisioni 71, 235, 2819, 3739, 3841, 5733, 6593)**.
- 145.** Il danno connesso alla sottoscrizione di obbligazioni, anche subordinate, ancora in possesso del ricorrente non è risarcibile, per carenza del requisito dell'attualità, nel caso in cui non sussistano elementi atti a dimostrare, anche solo per presunzioni, che il loro valore sia divenuto inferiore a quello di acquisto ovvero che vi siano, alla data della pronuncia, segnali prodromici di un possibile mancato rimborso delle obbligazioni alla relativa scadenza **(Decisioni 127, 463, 1775, 3248, 3844, 6721, 8093)**.
- 146.** L'azzeramento dei titoli di un emittente sottoposto a liquidazione coatta amministrativa **(Decisioni 6878, 8026, 8110)**, a risoluzione **(Decisioni 7109, 7242, 7438)** o in *default* **(Decisioni 6752, 7431, 7579)** costituisce elemento di per sé sufficiente a far ritenere sussistente il requisito dell'attualità del danno lamentato dal ricorrente, da liquidarsi in misura pari al capitale originariamente investito, al netto di rimborsi parziali eventualmente percepiti.
- 147.** In applicazione del principio della *compensatio lucri cum damno*, dalla somma corrispondente al danno sofferto va detratto quanto l'investitore ha ricavato dall'investimento a titolo di dividendi o cedole **(Decisioni 150, 1149, 2146, 2155, 3633, 3802, 7797, 8097, 8182)**. Nella prospettiva dell'applicazione del principio della *compensatio lucri cum damno*, si può tenere conto solo delle utilità direttamente derivanti dal fatto produttivo del danno, e deve aversi, dunque, riguardo solo agli eventuali proventi che l'investitore abbia ritratto proprio dall'operazione della cui dannosità si duole, e rispetto alla quale l'inadempimento si è concretizzato, e non anche a quelli ottenuti da investimenti diversi, per quanto questi possano avere avuto ad oggetto strumenti finanziari simili **(Decisione 5891)**.
- 148.** Quando le violazioni accertate riguardano il comportamento tenuto dall'intermediario in pendenza degli investimenti, il danno risarcibile non può essere individuato nella differenza tra il controvalore investito e l'importo ricevuto all'esito della relativa liquidazione - criterio che si utilizza qualora si tratti di accertamento di comportamenti violativi afferenti alla fase genetica degli investimenti - e occorre che siano individuabili una o più date correlate alle violazioni accertate a cui poter ancorare il valore residuo degli investimenti **(Decisione 7794)**.
- 149.** In caso di ingiustificato ritardo dell'intermediario nella trasmissione alla SGR di richieste di rimborso di quote di fondi comuni, o all'impresa di assicurazione di richieste di riscatto di polizze, la misura del danno va individuata nella differenza tra l'importo che il cliente avrebbe ricavato se l'intermediario avesse eseguito la liquidazione degli strumenti finanziari al momento dovuto e l'importo effettivamente ricevuto a seguito della tardiva liquidazione dei prodotti **(Decisioni 4576, 6613, 6853)**.

- 150.** Con riguardo al fenomeno dei c.d. "scavalcati" in caso di prestazione del servizio di ricezione ed esecuzione - relativamente al caso in cui sia configurabile l'inadempimento dell'intermediario all'obbligo di adottare procedure idonee ad assicurare la tempestiva e corretta trattazione ed esecuzione degli ordini di vendita impartiti dai clienti - il danno è da liquidarsi, in via equitativa, tenendo conto della perdita di *chances* per il ricorrente di poter eventualmente liquidare l'investimento, ove l'intermediario avesse posto in essere iniziative funzionali ad una corretta e tempestiva trattazione dell'ordine di vendita (**Decisioni 3, 306, 2104, 2744, 4010, 6459, 6853, 8102**).
- 151.** Il riconoscimento del danno da "lucro cessante" presuppone, anche quando ne sia richiesta una liquidazione equitativa, un'allegazione concreta e credibile, ad opera del ricorrente, di quali sarebbero stati gli impieghi alternativi verso cui egli si sarebbe orientato in caso di corretto adempimento degli obblighi posti in capo all'intermediario (**Decisioni 8178, 8229, 8269**).
- 152.** Nelle ipotesi di risarcimento del danno per inadempimento contrattuale, gli interessi legali sono determinati con decorrenza dalla data di liquidazione del danno, ossia dalla data della decisione, e sino al soddisfo (**Decisioni 766, 1950, 3281, 4805, 7531, 8230, 8246**).
- 153.** Alla somma riconosciuta a titolo risarcitorio va aggiunta - trattandosi di "debito di valore" - la rivalutazione monetaria dalla data delle operazioni contestate sino alla decisione (**Decisioni 118, 1082, 1585, 2677, 4103, 7024, 7204, 7579**).
- 154.** Nella liquidazione del risarcimento del danno, la rivalutazione monetaria può essere riconosciuta - come affermato dalla giurisprudenza di legittimità - anche d'ufficio, senza che sia necessaria un'espressa richiesta avanzata in tal senso dall'interessato, in quanto la domanda di risarcimento del danno ingloba qualsiasi danno e, quindi, anche quello conseguente al diminuito potere di acquisto della moneta, ciò rappresentando - peraltro - uno dei tratti distintivi dei "debiti di valore" rispetto ai "debiti di valuta" per i quali, invece, la svalutazione monetaria può essere riconosciuta solo laddove integri gli estremi del maggior danno ai sensi dell'art. 1224, comma 2, c.c. che, in quanto tale, deve essere allegato e dimostrato a cura del creditore e non può essere rilevato d'ufficio (**Decisione 7990**).
- 155.** La rivalutazione monetaria non può essere applicata alla somma riconosciuta a titolo restitutorio, costituendo l'obbligazione restitutoria un "debito di valuta" soggetto, in quanto tale, al principio nominalistico di cui all'art. 1227 c.c. (**Decisioni 768, 1022, 3673**).
- 156.** L'Arbitro può pronunciarsi sulle richieste di "maggior danno" ex art. 1224 c.c. solo nel caso in cui il ricorrente fornisca elementi probatori a supporto dell'esistenza di tale voce di danno e della sua quantificazione (**Decisioni 96, 428, 1723, 2787, 4490, 6721, 7123, 7551**).

## Le invalidità e la risoluzione del contratto quadro, delle operazioni di investimento e di clausole contrattuali

**157.** L'Arbitro può senz'altro pronunciarsi sulla domanda di nullità del contratto quadro e di singole operazioni di investimento, trattandosi di pronuncia che non ha carattere costitutivo. Inoltre, l'art. 11, comma 9, del Regolamento ACF - nel prevedere che l'eventuale causa di nullità possa essere rilevata anche d'ufficio - consente, *a fortiori*, al Collegio di poter conoscere di domande siffatte quando la relativa domanda è formulata dalla parte **(Decisioni 315, 1204, 1405, 2824, 3797, 6197, 6591, 7003)**.

**157.1.** Fermo restando che tra i poteri dell'ACF non rientra quello di adottare decisioni di natura costitutiva, all'Arbitro non è precluso rilevare, in via incidentale, l'eventuale annullabilità o risolubilità del vincolo negoziale e ciò all'unico fine di esaminare ed eventualmente accogliere la domanda restitutoria della somma investita, senza che occorra dunque che il Collegio si pronunci e statuisca anche espressamente sull'annullamento o la risoluzione **(Decisioni 36, 843, 2170, 4730, 6722, 6767, 7421)**. Tale orientamento trova testuale conferma nell'art. 4, comma 1-*bis*, del Regolamento ACF, che espressamente stabilisce che *"l'Arbitro può conoscere, ancorché in via incidentale e ove necessario ai fini di decidere sulle richieste di natura restitutoria, anche le domande di annullamento, risoluzione e rescissione del contratto, nonché ogni altra azione di impugnativa negoziale"* **(Decisioni 7003, 7367)**.

**158.** Nei contratti quadro relativi alla prestazione di servizi di investimento, il requisito della forma scritta, previsto *ad substantiam* dall'art. 23 del TUF, deve considerarsi rispettato con la redazione per iscritto del contratto e la consegna di un esemplare al cliente, senza che sia necessaria la sottoscrizione da parte dell'intermediario (contratto c.d. "monofirma"), poiché la predetta nullità è ascrivibile alla categoria delle nullità c.d. di protezione previste a tutela del contraente in quanto beneficiario di una tutela rafforzata che, quindi, viene meno nell'ipotesi in cui sia mancante specificamente la firma di quest'ultimo **(Decisioni 96, 323, 2111, 2770, 2111, 2770, 6417)**.

**158.1.** Il requisito della forma scritta può essere soddisfatto anche attraverso lo scambio di atti, entrambi firmati da ciascuna parte contraente, recanti rispettivamente la proposta e l'accettazione del servizio di investimento, atteso che l'art. 23 del TUF non preclude la possibilità che il contratto si perfezioni secondo il procedimento disciplinato dall'art. 1326 c.c. **(Decisioni 1405, 4358, 6619, 7431)**.

**158.2.** Il contratto quadro può ritenersi regolarmente concluso in forma scritta nel caso di produzione del documento di accettazione della proposta contrattuale, tenuto altresì conto della dichiarazione resa dal ricorrente, e contenuta nel relativo frontespizio, di aver ricevuto copia delle condizioni generali contenenti le norme che regolano il rapporto **(Decisioni 6619, 6713, 6874)**, nonché nel caso in cui tutte le informazioni pertinenti, sebbene non contenute in un

unico modulo contrattuale, siano riportate in modulistica accessoria debitamente richiamata in atti sottoscritti dal cliente **(Decisioni 7512, 7957, 8101)**.

**158.3.** Coerentemente con quanto rilevato dalle Sezioni Unite della Corte di Cassazione nella sentenza n. 1653 del 23 gennaio 2018, il vincolo di forma del contratto va inteso in chiave funzionale (e non come mero dato strutturale) e assume una connotazione "composita", in cui deve essere riconosciuto un ruolo formale anche alla *traditio* di un "esemplare" del contratto, inteso come documento in uno con il suo contenuto **(Decisioni 1661, 3484, 3484, 5266, 6591)**.

**158.4.** Il requisito della forma scritta richiesto dalla legge per la validità del contratto quadro non si estende automaticamente a qualsiasi accordo ad esso collegato, con la conseguenza che - in presenza di un valido contratto quadro - il fatto che non sia stato concluso per iscritto anche il contratto relativo all'operatività *online* in esso richiamato non è di per sé sufficiente per affermare la nullità delle operazioni disposte per via telematica **(Decisioni 2765, 3378, 6942)**.

**159.** L'intermediario che non versa in atti il contratto quadro non può dimostrare l'esistenza e l'avvenuta sottoscrizione da parte del cliente tramite la mera produzione di una denuncia di smarrimento non assistita dalla prova di avere custodito diligentemente il predetto contratto, posto che - in tali ipotesi - la prova per presunzioni è ammessa solo in caso di perdita incolpevole del documento **(Decisioni 7378, 7410, 8256)**.

**160.** Considerato che il novellato articolo 25-ter del TUF non opera più alcun rimando all'art. 23 del TUF - né il codice delle assicurazioni private e la normativa europea di riferimento (a cui attualmente rinvia detta norma) prevedono un obbligo di stipula di un contratto quadro in forma scritta a pena di nullità - la domanda di nullità della sottoscrizione di un prodotto di investimento assicurativo, a cui risulti applicabile *ratione temporis* la nuova disciplina, non può essere accolta per mancanza del contratto quadro redatto in forma scritta **(Decisioni 7443, 8012, 8233)**.

**161.** La mancanza di un valido contratto quadro d'intermediazione finanziaria comporta che l'investitore abbia eseguito le operazioni d'investimento in assenza di un valido rapporto di mandato. Ciò ha quale effetto che esse rimangono - salvo che il mandante non le abbia poi ratificate - a carico dell'intermediario, tenuto dunque a restituire la somma investita dal cliente, senza poter trattenere i frutti eventualmente incassati *medio tempore* dal cliente stesso **(Decisioni 309, 532, 1815, 3292, 3783, 6305, 7658, 8256)**.

**162.** In caso di accertata nullità del contratto quadro per difetto di forma scritta, è legittimo l'uso "selettivo" della nullità da parte dell'investitore, ossia di un'azione tendente a far dichiarare l'inefficacia solo di alcuni ordini di investimento disposti a valere su tale contratto e non di tutti. In linea con gli orientamenti al riguardo resi dalle Sezioni Unite della Corte di Cassazione con la sentenza n. 28314 del 4 novembre 2019, se, per un verso, il cliente ben può selezionare, tra i diversi investimenti compiuti a valere

sul contratto quadro nullo, solo quelli per sé pregiudizievoli al fine di farli dichiarare *tamquam non esset*, per altro verso, l'intermediario deve considerarsi titolare di un'eccezione qualificabile come di buona fede, idonea a paralizzare gli effetti restitutori dell'azione di nullità selettiva nella misura in cui il cliente, attraverso gli ordini non contestati, abbia ottenuto dei profitti **(Decisioni 6189, 6305, 8256)**.

**162.1.** Spetta all'intermediario eccepire l'eventuale uso selettivo della nullità del contratto e, per paralizzare la pretesa restitutoria del ricorrente, deve almeno allegare che l'operatività complessiva, eseguita sulla base del contratto nullo, assorbe la perdita lamentata dal ricorrente stesso **(Decisioni 2393, 6305, 7044, 8256)**.

**162.2.** Il saldo tra profitti e perdite, conseguente all'applicazione degli orientamenti della Corte di Cassazione in tema di uso "selettivo" della nullità da parte dell'investitore, va calcolato avendo riguardo alle operazioni che si iscrivono, cronologicamente, nell'intervallo di tempo degli ultimi dieci anni e, pertanto, eventuali pretese restitutorie di qualsiasi segno per operazioni antecedenti al decennio, laddove prescritte, devono essere espunte dal conteggio del saldo di dare e avere tra le parti **(Decisioni 7658, 8028, 8256)**.

**163.** Il requisito della forma scritta, richiesto a pena di nullità dall'art. 23 del TUF, va riferito al contratto quadro e non anche alle singole operazioni di investimento per le quali la legge non contempla analogha espressa previsione. Nondimeno, se le parti hanno convenuto per iscritto di adottare una determinata forma per la futura conclusione di un contratto, si presume che la forma scritta sia stata voluta per la validità di questo **(Decisioni 1803, 3936, 6619, 7136, 7316)**. Non è, invece, ravvisabile alcuna nullità per violazione della forma convenzionale stabilita dalle parti, ai sensi dell'art. 1352 c.c., laddove il regolamento contrattuale preveda la possibilità di conferire ordini di investimento anche in forme diverse da quella scritta **(Decisioni 1900, 3048, 4486, 6955, 7387, 7440)**.

**164.** Nei casi in cui sia presente un contratto quadro validamente stipulato tra le parti, l'eventualità che un singolo ordine di acquisto di strumenti finanziari sia stato eseguito dall'intermediario in assenza di evidenze di un'espressa volontà del cliente di impartirlo, non impedisce a quest'ultimo di ratificare successivamente l'attività di investimento posta in essere dall'intermediario, e ciò anche per fatti concludenti, quali la percezione dei frutti maturati sugli strumenti finanziari oggetto di contestazione **(Decisioni 2424, 2425, 4674, 6039, 6653, 7616)**. In caso di operazioni poste in essere dall'intermediario prima di acquisire il formale consenso del cliente, la sottoscrizione - pur successiva - degli ordini da parte dell'investitore assume valore di ratifica dell'operato dell'intermediario, anche ai sensi e per gli effetti dell'art. 1399 c.c. **(Decisione 7841)**.

**165.** La violazione degli obblighi di condotta gravanti sull'intermediario nella prestazione di servizi di investimento (ad esempio, la violazione dei doveri di informazione, della disciplina in materia di conflitto di interessi o delle regole in materia di valutazione di adeguatezza e appropriatezza) non determina

di per sé la nullità delle operazioni, ma può dare luogo solo al risarcimento del danno a carico dell'intermediario (**Decisioni 7995, 8106, 8211**).

**166.** Non può ritenersi nulla la clausola contrattuale che stabilisca che il valore dei margini richiesti possa eccedere quello imposto dalla regolamentazione disciplinante il funzionamento dei mercati nei quali gli strumenti finanziari derivati vengono negoziati e possa essere modificato mediante semplice comunicazione al cliente. Il rinvio, ai fini dell'individuazione dei dati tecnici e della misura dei margini, alla documentazione resa disponibile sul sito dell'intermediario, rende, infatti, il contenuto della pattuizione sempre determinabile *per relationem* ed evita, anzi, che il contratto quadro faccia riferimento a dettagli che, essendo soggetti a frequenti aggiornamenti, potrebbero diventare facilmente obsoleti. Neppure il fatto che la previsione contrattuale non indichi quantomeno il "metodo" utilizzato per definire il sistema di marginazione pone problemi di determinatezza della clausola, in quanto la circostanza che l'indicazione esatta dell'effettivo valore dei margini venga resa conoscibile attraverso il richiamato meccanismo di comunicazione è condizione necessaria e sufficiente ai fini della relativa determinabilità (**Decisione 5250**).

**167.** È nullo per assenza di causa, in quanto non destinato ad assolvere ad alcuna funzione meritevole di tutela, il contratto di *Interest Rate Swap* che non risulti idoneo, per come l'operazione è stata in concreto costruita, ad assolvere, almeno in astratto e al momento della stipula (prospettiva *ex ante*), alla prefigurata finalità di copertura. Lo strumento deve ritenersi idoneo ad assolvere alla predetta finalità e, conseguentemente, a perseguire un interesse concretamente meritevole di tutela, in presenza di quella "elevata correlazione tra le caratteristiche tecnico finanziarie (scadenza, tasso d'interesse, tipologia, ecc.) dell'oggetto della copertura e dello strumento finanziario utilizzato", richiesta dalla Comunicazione Consob n. DI/99013791 del 26 febbraio 1999 (**Decisioni 5367, 5608, 5872**).

**167.1.** La mancata indicazione del *mark to market* (o *fair value*) del contratto di *Interest Rate Swap*, pur potendo rilevare ai fini della verifica del corretto assolvimento da parte dell'intermediario dei propri obblighi informativi, non integra una causa di nullità del contratto derivato per indeterminatezza dell'oggetto, non costituendo il predetto valore un elemento essenziale del contratto (**Decisioni 4636, 5608, 6827**).

## La correzione delle decisioni

**168.** Il procedimento di correzione della decisione previsto dall'art. 17 del Regolamento ACF è finalizzato a porre rimedio a un errore materiale o, al più, ad un c.d. *errore di percezione* dei fatti o delle risultanze del procedimento che risultino *ictu oculi* dagli atti e dalle difese e non può essere impiegato come un mezzo volto sostanzialmente a denunciare pretesi errori di apprezzamento dei fatti, ovvero errori di giudizio, anche nell'applicazio-

ne delle norme giuridiche confacenti al caso, e dunque come un mezzo sostanzialmente di gravame della decisione resa dall'Arbitro **(Decisioni 2040, 2886, 3889, 6144, 7259, 7738)**.

- 169.** Sono riconducibili nel novero degli "errori materiali" gli errori di mero calcolo nella quantificazione del danno, anche laddove originati da una valorizzazione dei singoli elementi che concorrono alla sua determinazione (capitale investito, eventuali dividendi e rimborsi, rivalutazione monetaria) difforme rispetto alle evidenze disponibili **(Decisioni 1657, 2284, 5069, 6652, 7101, 8172)**.
- 170.** Sono insuscettibili di essere scrutinate ai sensi dell'art. 17 del Regolamento ACF le richieste in cui le parti si dolgono di pretesi "errori di giudizio" commessi, esemplificativamente, nell'interpretazione, valutazione e qualificazione giuridica di determinati fatti e documenti, nell'interpretazione delle norme, nella qualificazione della domanda, nel ragionamento svolto dal Collegio in merito alla sussistenza del nesso causale o all'applicabilità dell'art. 1227 c.c., nell'applicazione di un determinato criterio per la quantificazione del danno. In tali casi, infatti, le istanze di correzione si risolvono in vere e proprie richieste di riesame nel merito di questioni già affrontate e decise dall'Arbitro in senso sfavorevole per la parte istante **(Decisioni 1657, 2087, 2632, 2943, 3582, 41306904, 7259, 7589)**.
- 171.** Dal momento che le decisioni dell'Arbitro non possono che basarsi sulle allegazioni e sui documenti prodotti dalle parti nel corso del procedimento (art. 15, comma 2, del Regolamento ACF), non possono essere accolte richieste di correzione basate sulla produzione di documenti nuovi, non noti al Collegio al momento della decisione e che la parte avrebbe potuto produrre in pendenza dell'istruttoria procedimentale, risolvendosi in tal caso l'istanza di correzione nel tentativo di porre tardivamente rimedio a carenze di allegazione e di prova **(Decisioni 1685, 2040, 3021, 3026, 3889, 4130, 4532, 4533)**.
- 172.** Stante la delibera Consob n. 19700 del 3 agosto 2016 (contenente disposizioni organizzative e di funzionamento dell'ACF) e, in particolare, l'art. 8, comma 2, secondo cui la decisione del Collegio contiene "*una sintetica esposizione dei punti di fatto e di diritto ritenuti risolutivi*", non possono essere accolte le richieste di correzione con cui viene lamentata la mancata assunzione di una decisione su una circostanza che non è stata pretermessa per errore, ma perché ritenuta dal Collegio non risolutiva ai fini dell'assunzione della decisione **(Decisioni 1755, 2789, 3706, 6418, 6524)**.

# APPENDICE STATISTICA



## RICORSI PER TIPOLOGIA INTERMEDIARIO

(Unità e valori percentuali)

Tipologia intermediario	Numero totale ricorsi	Percentuale su totale
Banche autorizzate alla prestazione dei servizi di investimento	464	87,9%
Banche comunitarie con succursale in Italia	21	4,0%
SGR autorizzate alla prestazione del servizio di gestione individuale	15	2,8%
SIM e fiduciarie iscritte all'albo	12	2,3%
Fornitori di Servizi di Crowdfunding	7	1,3%
Imprese di investimento comunitarie con succursale in Italia	7	1,3%
Imprese di paesi terzi diverse dalle Banche autorizzate da Consob ad operare in Italia mediante stabilimento di succursale	1	0,2%
Consulenti finanziari autonomi	1	0,2%

## RICORSI PER TIPOLOGIA RICORRENTE

(Unità e valori percentuali)

Tipologia ricorrente	Numero totale ricorsi	Percentuale su totale
<b>Persone fisiche</b>	<b>747</b>	<b>98,3%</b>
Uomini	526	69,2%
Donne	221	29,1%
<b>Persone giuridiche</b>	<b>13</b>	<b>1,7%</b>

## RICORSI PER FASCIA DI ETÀ DEI RICORRENTI (Unità e valori percentuali)

Sesso ricorrente	0-19 anni	20-25 anni	26-34 anni	35-44 anni	45-54 anni	55-64 anni	65-74 anni	Over 74
Uomini	0 0,1%	8 1,1%	24 3,2%	39 5,2%	91 12,6%	145 19%	125 16,7%	93 12,5%
Donne	0 0,0%	1 0,1%	6 0,8%	18 2,4%	35 4,7%	50 6,8%	53 7%	58 7,8%

## RICORSI PER REGIONE DI RESIDENZA DEI RICORRENTI (Unità e valori percentuali)

Regioni	Numero totale istanze	In percentuale
Lombardia	139	18,3%
Emilia-Romagna	89	11,7%
Lazio	88	11,6%
Veneto	63	8,3%
Puglia	61	8,0%
Toscana	54	7,1%
Piemonte	52	6,8%
Campania	48	6,3%
Sicilia	46	6,1%
Liguria	24	3,2%
Calabria	15	2,0%
Marche	15	2,0%
Friuli-Venezia Giulia	14	1,8%
Abruzzo	12	1,6%
Sardegna	8	1,1%
Trentino-Alto Adige	7	0,9%
Umbria	7	0,9%
Basilicata	3	0,4%
Molise	1	0,1%
Valle D'Aosta	1	0,1%
<i>Residenti all'estero</i>	13	1,7%
<b>Totale</b>	<b>760</b>	<b>100%</b>

**RICORSI PER PROVINCIA DI RESIDENZA DEI RICORRENTI**  
(Unità e valori percentuali)

Provincia	Numero ricorsi	Percentuale sul totale dei ricorsi ricevuti nella Regione di appartenenza
Roma	76	86,4%
Milano	68	48,9%
Torino	35	67,3%
Napoli	34	70,8%
Bari	33	54,1%
Bologna	15	16,9%
Palermo	15	32,6%
Firenze	14	25,9%
Parma	14	15,7%
Padova	13	20,6%
Reggio Emilia	13	14,6%
Vicenza	13	20,6%
Genova	12	50,0%
Pavia	12	8,6%
Treviso	12	19,0%
Verona	12	19,0%
Barletta Andria Trani	11	18,0%
Como	11	7,9%
Rimini	11	12,4%
Catania	10	21,7%
Forlì-Cesena	10	11,2%
Modena	10	11,2%
Reggio Calabria	10	66,7%
Udine	10	71,4%
Arezzo	9	16,7%
Brescia	9	6,5%
Monza e Brianza	9	6,5%
Salerno	9	18,8%
Venezia	9	14,3%

Provincia	Numero ricorsi	Percentuale sul totale dei ricorsi ricevuti nella Regione di appartenenza
Lecce	8	13,1%
Messina	8	17,4%
Pisa	8	14,8%
Varese	8	5,8%
Ancona	7	46,7%
Macerata	7	46,7%
Perugia	7	100,0%
Prato	7	13,0%
Ravenna	7	7,9%
Bergamo	6	4,3%
Imperia	6	25,0%
Lucca	6	11,1%
Chieti	5	41,7%
Cremona	5	3,6%
Ferrara	5	5,6%
Frosinone	5	5,7%
L'Aquila	5	41,7%
Siena	5	9,3%
Taranto	5	8,2%
Vercelli	5	9,6%
Agrigento	4	8,7%
Bolzano	4	57,1%
Caserta	4	8,3%
Latina	4	4,5%
Lecco	4	2,9%
Piacenza	4	4,5%
Ragusa	4	8,7%
Verbano-Cusio-Ossola	4	7,7%
Cagliari	3	37,5%
Catanzaro	3	20,0%
Foggia	3	4,9%

<b>Provincia</b>	<b>Numero ricorsi</b>	<b>Percentuale sul totale dei ricorsi ricevuti nella Regione di appartenenza</b>
La Spezia	3	12,5%
Mantova	3	2,2%
Massa Carrara	3	5,6%
Nuoro	3	37,5%
Savona	3	12,5%
Trento	3	42,9%
Alessandria	2	3,8%
Asti	2	3,8%
Belluno	2	3,2%
Biella	2	3,8%
Caltanissetta	2	4,3%
Cosenza	2	13,3%
Enna	2	4,3%
Lodi	2	1,4%
Novara	2	3,8%
Pordenone	2	14,3%
Potenza	2	66,7%
Rovigo	2	3,2%
Sondrio	2	1,4%
Teramo	2	16,7%
Viterbo	2	2,3%
Aosta	1	100,0%
Avellino	1	2,1%
Brindisi	1	1,6%
Campobasso	1	100,0%
Gorizia	1	7,1%
Grosseto	1	1,9%
Livorno	1	1,9%
Matera	1	33,3%
Medio-Campidano	1	12,5%
Pesaro Urbino	1	6,7%

Provincia	Numero ricorsi	Percentuale sul totale dei ricorsi ricevuti nella Regione di appartenenza
Rieti	1	1,1%
Sassari	1	12,5%
Trapani	1	2,2%
Trieste	1	7,1%

### RICORSI PER TIPOLOGIA DELLA CONTROVERSIA (Unità e valori percentuali)

Classificazione e Oggetti analitici delle controversie	Numero totale	Percentuale sul totale dei ricorsi ammissibili/ricevibili
<b>Consulenza in materia di investimenti:</b>		<b>36,7%</b>
Corretto, trasparente ed efficiente svolgimento dei servizi e delle attività [21TUF]	181	34,4%
Valutazione di adeguatezza [39-40RI]	11	2,1%
Informazioni e comunicazioni promozionali[21TUF]	1	0,2%
<b>Esecuzioni di ordini per conto dei clienti:</b>		<b>16,9%</b>
Corretto, trasparente ed efficiente svolgimento dei servizi e delle attività [21TUF]	83	15,7%
Informazioni e comunicazioni promozionali[21TUF]	3	0,6%
Valutazione di appropriatezza [41-42RI]	2	0,4%
<b>Collocamento:</b>		<b>13,8%</b>
Corretto, trasparente ed efficiente svolgimento dei servizi e delle attività [21TUF]	72	13,6%
Collocamento - Informazioni e comunicazioni promozionali[21TUF]	1	0,2
<b>Servizi accessori - Custodia e amministrazione di strumenti finanziari</b>		<b>10,6%</b>
Corretto, trasparente ed efficiente svolgimento dei servizi e delle attività [21TUF]	50	9,5%
Informazioni e comunicazioni promozionali [21TUF]	6	1,1%

<b>Classificazione e Oggetti analitici delle controversie</b>	<b>Numero totale</b>	<b>Percentuale sul totale dei ricorsi ammissibili/ricevibili</b>
<b>Distribuzione di prodotti di investimento assicurativi</b>		<b>5,5%</b>
Corretto, trasparente ed efficiente svolgimento dei servizi e delle attività [21TUF]	29	5,5%
<b>Ricezione e trasmissione di ordini</b>		<b>5,1%</b>
Corretto, trasparente ed efficiente svolgimento delle attività di gestione [35-decies TUF]	25	4,7%
Conflitti di interesse[21TUF]	1	0,2%
Informazioni e comunicazioni promozionali[21TUF]	1	0,2%
<b>Gestione di portafogli:</b>		<b>4,7%</b>
Corretto, trasparente ed efficiente svolgimento dei servizi e delle attività[21TUF]	24	4,5%
Informazioni e comunicazioni promozionali[21TUF]	1	0,2%
<b>Offerta fuori sede</b>		<b>2,3%</b>
Consulenti finanziari autorizzati all'offerta fuori sede[31TUF]	12	2,3%
<b>Altri Servizi accessori</b>		<b>1,3%</b>
Corretto, trasparente ed efficiente svolgimento dei servizi e delle attività[21TUF]	5	0,9%
Informazioni e comunicazioni promozionali[21TUF]	2	0,4%
<b>Gestione di portali on-line</b>		<b>1,3%</b>
Corretto, trasparente ed efficiente svolgimento dei servizi e delle attività[21TUF]	7	1,3%
<b>Gestione collettiva del risparmio</b>		<b>0,9%</b>
Corretto, trasparente ed efficiente svolgimento dei servizi e delle attività[21TUF]	5	0,9%
<b>Negoziazione per conto proprio</b>		<b>0,9%</b>
Corretto, trasparente ed efficiente svolgimento dell'attività di gestione [35-deciesTUF]	5	0,9%

**RICORSI PER INTERMEDIARIO E INCIDENZA SUL TOTALE**  
(Unità e valori percentuali)

Intermediario	Numero totale ricorsi	Percentuale
FINECOBANK BANCA FINECO SPA	48	9,08%
INTESA SANPAOLO SPA	43	8,13%
UNICREDIT SPA	39	7,38%
BANCA MONTE DEI PASCHI DI SIENA SPA	36	6,81%
FIDEURAM - INTESA SANPAOLO PRIVATE BANKING SPA IN FORMA ABBREVIATA FIDEURAM SPA	32	6,05%
BANCA NAZIONALE DEL LAVORO S.P.A.	22	4,16%
BANCO BPM SPA	22	4,16%
BDM BANCA SPA	19	3,59%
ALLIANZ BANK FINANCIAL ADVISORS SPA	18	3,41%
BANCA GENERALI SPA	18	3,41%
BANCA MEDIOLANUM SPA	18	3,41%
POSTE ITALIANE SPA	15	2,83%
CREDIT AGRICOLE ITALIA SPA	12	2,27%
ING BANK N.V.	11	2,08%
BANCA SELLA - SPA	10	1,89%
DEUTSCHE BANK SPA	9	1,70%
AZIMUT CAPITAL MANAGEMENT SGR SPA	8	1,52%
BANCA POPOLARE DI PUGLIA E BASILICATA SOCIETA' COOPERATIVA PER AZIONI	8	1,52%
BG SAXO SIM SPA	7	1,33%
BPER BANCA SPA	7	1,33%
CREDITO EMILIANO SPA	7	1,33%
BANCA POPOLARE DI SONDRIO, SOCIETA' PER AZIONI	6	1,14%
CREDEM EUROMOBILIARE PRIVATE BANKING SPA	6	1,14%
IG EUROPE GMBH	6	1,14%
TRADE REPUBLIC BANK - GMBH, S. S. ITALIA	6	1,14%
BANCA WISE DIALOG BANK SPA - BANCA WIDIBA	5	0,95%
ZURICH ITALY BANK SPA	5	0,95%
BANCA AGRICOLA POPOLARE DI SICILIA SCPA	4	0,76%
BANCA POPOLARE DELL'ALTO ADIGE SOCIETA' PER AZIONI	4	0,76%
MEDIOBANCA PREMIER SPA	4	0,76%

Intermediario	Numero totale ricorsi	Percentuale
BANCA CESARE PONTI SPA	3	0,57%
EURIZON CAPITAL SGR SPA	3	0,57%
INTESA SANPAOLO PRIVATE BANKING SPA	3	0,57%
BANCA DI BOLOGNA CREDITO COOPERATIVO SOCIETA' COOPERATIVA	2	0,38%
BANCA DI CIVIDALE SPA	2	0,38%
BANCA DI CREDITO COOPERATIVO DI ALBA, LANGHE, ROERO E DEL CANAVESE	2	0,38%
BANCA DI PESCIA E CASCINA CREDITO COOPERATIVO - SOCIETA' COOPERATIVA	2	0,38%
BANCA DI PISA E FORNACETTE CREDITO COOPERATIVO SOC. COOP. P.A.	2	0,38%
BANCA POPOLARE DI LAJATICO SOCIETA' COOPERATIVA PER AZIONI	2	0,38%
BANCO DI SARDEGNA SPA	2	0,38%
CA INDOSUEZ WEALTH (EUROPE), ITALY BRANCH	2	0,38%
CONCRETE S.R.L.	2	0,38%
CONSULTINVEST INVESTIMENTI SIM SPA	2	0,38%
DIRECTA SIM SPA	2	0,38%
RECROWD S.R.L.	2	0,38%
UBS EUROPE SE - SUCCURSALE ITALIA	2	0,38%
ACOMEA SOCIETA' DI GESTIONE DEL RISPARMIO SPA	1	0,19%
AMUNDI SGR SPA	1	0,19%
ANIMA SGR SPA	1	0,19%
BANCA ALETTI SPA	1	0,19%
BANCA CENTROPADANA CREDITO COOPERATIVO SCRL	1	0,19%
BANCA DEL PIEMONTE SPA	1	0,19%
BANCA DI CREDITO COOPERATIVO DI MILANO S.C.	1	0,19%
BANCA DI CREDITO COOPERATIVO DI ROMA SOCIETA' COOPERATIVA	1	0,19%
BANCA DI CREDITO COOPERATIVO G. TONIOLO E SAN MICHELE DI SAN CATALDO (CALTANISSETTA) SOCIETA' COOPERATIVA	1	0,19%
BANCA DI CREDITO COOPERATIVO PORDENONESE E MONSILE - SOCIETA' COOPERATIVA	1	0,19%
BANCA DI PIACENZA SOCIETA' COOPERATIVA PER AZIONI	1	0,19%

Intermediario	Numero totale ricorsi	Percentuale
BANCA FINNAT EURAMERICA SPA	1	0,19%
BANCA IFIGEST SPA	1	0,19%
BANCA PASSADORE & C. SPA	1	0,19%
BANCA PATRIMONI SELLA & C. SPA	1	0,19%
BANCA PER IL TRENINO ALTO ADIGE - BANK FUR TRENINO-SUDTIROL - CREDITO COOPERATIVO ITALIANO SOCIETA' COOPERATIVA	1	0,19%
BANCA POPOLARE DEL LAZIO SOCIETA' COOPERATIVA PER AZIONI	1	0,19%
BANCO FIORENTINO - MUGELLO IMPRUNETA SIGNA - CREDITO COOPERATIVO - SOCIETA' COOPERATIVA	1	0,19%
BCC VENETA - CREDITO COOPERATIVO - SOCIETA' COOPERATIVA	1	0,19%
BLU BANCA SPA	1	0,19%
BNP PARIBAS REAL ESTATE INVESTMENT MANAGEMENT ITALY SOCIETA' DI GESTIONE DEL RISPARMIO SPA	1	0,19%
CASSA CENTRALE BANCA - CREDITO COOPERATIVO ITALIANO SOCIETA' PER AZIONI	1	0,19%
CASSA DI RISPARMIO DI ASTI SPA	1	0,19%
CASSA LOMBARDA SPA	1	0,19%
CASSA PADANA BCC SOCIETA' COOPERATIVA	1	0,19%
CASSA RURALE DI SALORNO - RAIFFEISENKASSE SALURN	1	0,19%
CROWDFUNDME SRL	1	0,19%
FININT PRIVATE BANK SPA	1	0,19%
FISHER INVESTMENT IRELAND LIMITED	1	0,19%
GIOTTO CELLINO SIM S.P.A.	1	0,19%
ILLIMITY BANK SPA	1	0,19%
MEDIOBANCA - BANCA DI CREDITO FINANZIARIO SPA	1	0,19%
MFM INVESTMENT LTD	1	0,19%
RE-LENDER S.p.A.	1	0,19%
RENDIMENTO ETICO SRL	1	0,19%
RIVIERABANCA CREDITO COOPERATIVO DI RIMINI E GRADARA - SOCIETA' COOPERATIVA	1	0,19%
SUDTIROL BANK SPA	1	0,19%
ZONI ALESSANDRO	1	0,19%

**RICORSI DECISI PER INTERMEDIARIO E PERCENTUALE ACCOGLIMENTI**  
(Unità e valori percentuali)

Intermediario	Totale decisioni	Ricorsi accolti	Ricorsi rigettati	% Ricorsi accolti sul totale delle decisioni
BANCA MONTE DEI PASCHI DI SIENA SPA	69	31	38	44,9%
INTESA SANPAOLO SPA	56	17	39	30,4%
UNICREDIT SPA	53	26	27	49,1%
FINECOBANK BANCA FINECO SPA	47	7	40	14,9%
FIDEURAM - INTESA SANPAOLO PRIVATE BANKING SPA IN FORMA ABBREVIATA FIDEURAM SPA	29	14	15	48,3%
BDM BANCA SPA	26	11	15	42,3%
BANCA GENERALI SPA	15	7	8	46,7%
BANCA NAZIONALE DEL LAVORO S.P.A.	15	6	9	40,0%
POSTE ITALIANE SPA	15	9	6	60,0%
BANCO BPM SPA	13	4	9	30,8%
CREDIT AGRICOLE ITALIA SPA	13	7	6	53,8%
BANCA MEDIOLANUM SPA	11	7	4	63,6%
ALLIANZ BANK FINANCIAL ADVISORS SPA	10	7	3	70,0%
BANCA DI PISA E FORNACETTE CREDITO COOPERATIVO SOC. COOP. P.A.	9	7	2	77,8%
BANCA POPOLARE DI PUGLIA E BASILICATA SOCIETA' COOPERATIVA PER AZIONI	9	7	2	77,8%
CREDITO EMILIANO SPA	9	3	6	33,3%
BPER BANCA SPA	8	1	7	12,5%
FININT PRIVATE BANK SPA	8	8	0	100,0%
AZIMUT CAPITAL MANAGEMENT SGR SPA	7	6	1	85,7%
DEUTSCHE BANK SPA	7	3	4	42,9%
MEDIOBANCA PREMIER SPA	7	3	4	42,9%
BANCA POPOLARE DELL'ALTO ADIGE SOCIETA' PER AZIONI	5	4	1	80,0%
BANCA POPOLARE DI LAJATICO SOCIETA' COOPERATIVA PER AZIONI	5	5	0	100,0%

Intermediario	Totale decisioni	Ricorsi accolti	Ricorsi rigettati	% Ricorsi accolti sul totale delle decisioni
BANCA POPOLARE DI SONDRIO, SOCIETA' PER AZIONI	5	3	2	60,0%
BG SAXO SIM SPA	5	0	5	0,0%
CREDEM EUROMOBILIARE PRIVATE BANKING SPA	5	3	2	60,0%
INTESA SANPAOLO PRIVATE BANKING SPA	5	0	5	0,0%
BANCA AGRICOLA POPOLARE DI SICILIA SCPA	4	3	1	75,0%
BANCA SELLA - SPA	4	0	4	0,0%
UBS EUROPE SE - SUCCURSALE ITALIA	4	2	2	50,0%
BANCA CESARE PONTI SPA	3	1	2	33,3%
BANCA WISE DIALOG BANK SPA - BANCA WIDIBA	3	2	1	66,7%
ING BANK N.V.	3	0	3	0,0%
BANCA DI BOLOGNA CREDITO COOPERATIVO SOCIETA' COOPERATIVA	2	0	2	0,0%
BANCO DI DESIO E DELLA BRIANZA SPA	2	0	2	0,0%
CASSA DI RISPARMIO DI ASTI SPA	2	1	1	50,0%
CASSA LOMBARDA SPA	2	2	0	100,0%
CONSULTINVEST INVESTIMENTI SIM SPA	2	0	2	0,0%
ACOMEA SOCIETA' DI GESTIONE DEL RISPARMIO SPA	1	0	1	0,0%
AMUNDI SGR SPA	1	0	1	0,0%
BANCA DEL FUCINO S.P.A.	1	0	1	0,0%
BANCA DI CREDITO COOPERATIVO DI ROMA SOCIETA' COOPERATIVA	1	0	1	0,0%
BANCA DI IMOLA SPA	1	0	1	0,0%
BANCA IFIGEST SPA	1	0	1	0,0%
BANCA PASSADORE & C. SPA	1	0	1	0,0%
BANCA PATRIMONI SELLA & C. SPA	1	0	1	0,0%
BANCA POPOLARE ETICA SOCIETA' COOPERATIVA PER AZIONI	1	0	1	0,0%

Intermediario	Totale decisioni	Ricorsi accolti	Ricorsi rigettati	% Ricorsi accolti sul totale delle decisioni
BANCA PREALPI SANBIAGIO CREDITO COOPERATIVO - SOCIETA' COOPERATIVA	1	0	1	0,0%
BANCA VALSABBINA SOCIETA' COOPERATIVA PER AZIONI	1	1	0	100,0%
BANCO DI SARDEGNA SPA	1	1	0	100,0%
BANCOPOSTA FONDI SPA SGR	1	0	1	0,0%
BUILD LENDERS SRL	1	0	1	0,0%
CA INDOSUEZ WEALTH (EUROPE), ITALY BRANCH	1	1	0	100,0%
CASSA CENTRALE BANCA - CREDITO COOPERATIVO ITALIANO SOCIETA' PER AZIONI	1	0	1	0,0%
CASSA SOVVENZIONI E RISPARMIO FRA PERSONALE DELLA BANCA D'ITALIA	1	0	1	0,0%
CREDITO COOPERATIVO MEDIOCRATI SCRL	1	1	0	100,0%
EURIZON CAPITAL SGR SPA	1	1	0	100,0%
MFM INVESTMENT LTD	1	0	1	0,0%
RENDIMENTO ETICO SRL	1	0	1	0,0%
SUDTIROL BANK SPA	1	0	1	0,0%
SYMPHONIA SGR SPA	1	1	0	100,0%
TRADE REPUBLIC BANK - GMBH, S. S. ITALIA	1	0	1	0,0%
ZURICH ITALY BANK SPA	1	0	1	0,0%

**RICORSI PER VALORE DELLA RICHIESTA**  
(Unità e valori percentuali sui 585 ricorsi procedibili)

Valore della richiesta in euro	Numero totale ricorsi	Percentuale su totale
da 0 a 5.000 euro	114	19,5%
da 5.001 a 10.000	66	11,3%
da 10.001 a 30.000	118	20,1%
da 30.001 a 50.000	66	11,3%
da 50.001 a 100.000	104	17,8%
Richieste maggiori di 100.000	90	15,4%
Senza indicazione di importo	27	4,6%

**CONTROVALORE IMPORTI RICHIESTI E RICONOSCIUTI DAL COLLEGIO**  
(Valori in euro sui 522 ricorsi decisi)

	Valore totale	Valore medio	Valore minimo	Valore massimo
<b>Richieste dei ricorrenti</b> (sul totale dei ricorsi accolti e rigettati)	<b>38.719.741</b>	74.175	1	500.000
Solo per ricorsi accolti	15.950.860	71.528	291	500.000
<b>Decisioni assunte dal Collegio</b> (solo ricorsi accolti)	<b>7.619.895</b>	34.169	101	266.406

## RICORSI INAMMISSIBILI/IRRICEVIBILI (Unità e valori percentuali)

Esito ricorso e classificazione	Numero totale	Percentuale sul totale dei ricorsi ricevuti
<b>Dichiarazioni di Inammissibilità:</b>	<b>156</b>	<b>20,5%</b>
la controversia non rientra nell'ambito di operatività dell'arbitro	122	16,1%
La controversia attiene a fatti accaduti da oltre un decennio rispetto alla proposizione del ricorso	20	2,5%
il ricorso non contiene la determinazione della cosa oggetto della domanda e la esposizione dei fatti (indeterminatezza)	5	0,7%
La qualifica di intermediario, ai sensi dell'art. 2, co. 1, lett. h), non sussiste al momento della presentazione del ricorso	5	0,7%
L'Intermediario non è legittimato passivo nella controversia	4	0,5%
<b>Dichiarazioni di Irricevibilità:</b>	<b>19</b>	<b>2,5%</b>
Il ricorso non è stato proposto secondo le modalità indicate dall'art. 11, comma 1, del regolamento ACF	8	1,1%
non è stato presentato reclamo all'intermediario	7	0,9%
L'Arbitro si è già pronunciato con decisione di merito	2	0,3%
sono trascorsi meno di 60 gg. dalla presentazione del reclamo e l'intermediario non ha ancora fornito risposta	1	0,1%
Sono pendenti altre procedure di risoluzione extragiudiziale delle controversie	1	0,1%

GRAFICA • IMPAGINAZIONE • STAMPA

