



Decisione n. 1535 del 10 aprile 2019

**ARBITRO PER LE CONTROVERSIE FINANZIARIE**

Il Collegio  
composto dai Signori

Dott. G. E. Barbuzzi – Presidente  
Prof.ssa M. Rispoli Farina – Membro  
Cons. Avv. D. Morgante – Membro  
Prof. Avv. F. De Santis – Membro supplente  
Prof. Avv. Giorgio Afferni – Membro

Relatore: Prof. Avv. F. De Santis

nella seduta dell'8 aprile 2019, in relazione al ricorso n. 1856, dopo aver esaminato la documentazione in atti, ha pronunciato la seguente decisione.

**FATTO**

*1. Il Ricorrente rappresenta di essere stato indotto nel corso degli anni “ad acquistare, in più occasioni, i titoli azionari e obbligazionari subordinati” dell’Intermediario, versando complessivamente la somma di € 51.675,40.*

Segnatamente, il Ricorrente lamenta:

- *“l’invalidità di tutti gli acquisti dei titoli della Banca [...] per mancanza della forma scritta ad substantiam del contratto di deposito, amministrazione e negoziazione titoli”, prevista dall’art. 23 del TUF e dall’art. 37, comma 1, del Regolamento Consob n. 16190/2007 (“Regolamento Intermediari”);*

- la responsabilità contrattuale e precontrattuale dell'Intermediario, che avrebbe posto in essere un comportamento contrario ai principi di diligenza, correttezza e trasparenza, sanciti dall'art. 21 del TUF;
- l'inadempimento degli obblighi sanciti in capo all'Intermediario dagli artt. 40, 41 e 42 del Regolamento Intermediari, nella misura in cui avrebbe omesso di valutare *“l'inadeguatezza, sotto diversi profili, ovvero, in subordine, l'inappropriatezza, degli acquisti dei titoli [...] vendibili solo a clienti con un profilo di rischio medio-alto e non di certo all'odierno ricorrente”*, che ribadisce l'assenza di *“un'adeguata competenza in materia”*;
- l'eccesso di concentrazione nel portafoglio di titoli emessi dalla Banca;
- l'inadempimento degli obblighi indicati nella Comunicazione Consob n. 9019104 del 2 marzo 2009 in sede di distribuzione di prodotti finanziari illiquidi, per mancata segnalazione (sia prima che dopo il compimento dell'operazione) della natura illiquida dei titoli;
- la *“violazione dell'obbligo cronologico delle vendite e dell'art. 49 del Reg. Consob n. 16190/2007”*, in quanto la Banca avrebbe dato corso ad ordini di vendita impartiti successivamente ai propri, inoltrati rispettivamente in data 22 luglio 2015 e 26 giugno 2017, e rimasti inevasi.

Alla luce di quanto sopra, il Ricorrente chiede un risarcimento di € 51.675,40 (€ 31.611,40 per le azioni ed € 20.064,00 per le obbligazioni subordinate), oltre interessi e rivalutazione.

2. Con le deduzioni del 23 febbraio 2018, l'Intermediario contesta le doglianze del Ricorrente, adducendo che, sulla base delle dichiarazioni rese da quest'ultimo in occasione di alcune operazioni d'investimento, *“il set informativo e documentale sottoscritto [...] sia del tutto conforme a quanto previsto dalla normativa di riferimento”*.

In particolare, la Banca rileva che il Ricorrente, tra l'altro, avrebbe – sia *“in data 16.01.2013”* aderendo *“all'aumento di capitale 2013”*, sia *“in data 12.12.2014”* aderendo *“all'aumento di capitale 2014”* – espressamente

preso atto del fatto che la Banca versava in *“conflitto d’interessi [...] nell’operazione, essendo la stessa sia emittente che offerente”*. Inoltre, aderendo alle richiamate operazioni di aumento di capitale, il Ricorrente aveva dichiarato di *“accettare senza riserva i termini e le condizioni dell’offerta illustrate nel prospetto”*.

Per quanto concerne la contestazione circa *“la mancata conoscenza in materia”*, la Banca rileva, tra l’altro, che il Ricorrente *“nel 2009, sottoscrisse questionario per la rilevazione del profilo di rischio che, tuttavia, non siamo riusciti a reperire nei nostri archivi”*, da cui *“emergeva un profilo di rischio medio alto e un’esperienza finanziaria media [...] circostanza [...] confermata anche nel questionario di profilatura sottoscritto nel 2010”*. Sempre con riferimento a tale aspetto, l’Intermediario rappresenta di aver adeguatamente raccolto le informazioni utili alla profilatura del Ricorrente *“nel sottoporre i questionari di profilatura del 2007, 2011 e del 2015”* in linea con la normativa applicabile *ratione temporis*. Ritenendo che le risposte fornite fossero del tutto coerenti con gli strumenti finanziari sottoscritti, l’Intermediario asserisce che nessuna contestazione possa essere mossa sotto tale aspetto.

Con riguardo all’adeguatezza dell’operatività in esame, l’Intermediario, premesso che il profilo di rischio di uno strumento finanziario *“non è statico ma dinamico”*, sostiene che al momento della sottoscrizione, il titolo azionario in questione fosse classificato a rischio basso, quindi ampiamente sottoscrivibile dal Ricorrente, il quale *“autorizzava ed espressamente richiedeva l’operazione”*. Inoltre, *“al momento della sottoscrizione del titolo [...] lo stesso aveva un grado di liquidità sicuramente maggiore rispetto a quello assunto al momento dell’ordine di cessione”*, laddove solo successivamente *“il titolo [...] ha assunto un grado di illiquidità più elevato [...] e tali variazioni venivano indicate ai clienti nell’estratto conto titoli al 31.12.2012 e al 31.12.2015”*.

Con riguardo alla violazione dell’obbligo di rispetto dell’ordine cronologico nella trattazione degli ordini della clientela e dell’art. 49 del Regolamento Consob n. 16190/2007, la Banca rappresenta di aver debitamente informato

il Ricorrente dell'avvenuta ammissione delle proprie azioni sul sistema multilaterale di negoziazione Hi-Mtf e la contestuale disattivazione del sistema di negoziazione interno dei titoli. La mancata esecuzione degli ordini di cessione non potrebbe ricondursi all'inadempimento dei doveri gravanti sull'Intermediario, sul quale ricadrebbe, come indicato nel Regolamento del sistema interno di negoziazione, esclusivamente l'obbligo di assicurare l'esecuzione "*degli ordini di vendita delle azioni [...] impartiti dai clienti secondo un ordine cronologico*".

L'Intermediario fa, infine, presente che il Ricorrente, nel corso del tempo, ha percepito l'importo di € 4.742,19 a titolo di dividendi.

3. Il Ricorrente ha presentato deduzioni integrative il 13 marzo 2018, e l'Intermediario deduzioni in replica il 26 marzo 2018, sostanzialmente confermate delle rispettive posizioni.

#### **DIRITTO**

1. Quanto all'asserita nullità delle operazioni di acquisto dedotta dal Ricorrente in ragione della mancanza di forma scritta *ad substantiam* del contratto di deposito, custodia ed amministrazione titoli, nonché dei contratti attestanti l'esecuzione delle singole operazioni d'investimento, tale doglianza è infondata, essendo presenti agli atti la copia del contratto quadro sottoscritto dal Ricorrente in data 1 aprile 2009 (nonché del successivo contratto datato 26 maggio 2010, concernente anche il servizio di consulenza in materia di investimenti), ed un documento, datato 12 dicembre 2014, comprovante l'avvenuta adesione all'operazione di aumento di capitale indetta dalla Banca.

2. Con riferimento all'operazione d'investimento espressamente contestata dal Ricorrente, avvenuta il 12 dicembre 2014, deve ritenersi applicabile l'esito del questionario di profilatura del 7.8.2014, che evidenziava un profilo di rischio "medio" ed un'esperienza finanziaria "medio-alta".

Al riguardo, le doglianze formulate dal Ricorrente sono condivisibili, nella misura in cui l'esperienza finanziaria allo stesso sinteticamente riconosciuta non risulta confermata dall'analisi dell'estratto del *dossier* titoli agli atti, da

cui emerge che egli aveva limitato la propria operatività in strumenti finanziari emessi dalla Banca; e che l'attività d'investimento era concentrata nella sottoscrizione di prodotti obbligazionari, denotando, quindi, l'accettazione di rischi d'investimento piuttosto contenuti. Tale propensione al rischio appare confermata dalla risposta fornita in materia di obiettivi d'investimento all'interno del questionario, laddove il Ricorrente afferma l'intenzione di *“proteggere nel tempo il capitale investito e ricevere flussi di cassa periodici (cedole, dividendi...) anche contenuti costanti e prevedibili”*.

Premesso, inoltre, che sugli intermediari grava un obbligo di profilatura (oltre che del cliente, anche) dei singoli prodotti, in quanto solo attribuendo una valutazione ad essi è possibile valutare in concreto se un dato strumento sia adeguato al profilo di rischio del cliente, ritiene il Collegio che desta perplessità il fatto che l'Intermediario abbia riconosciuto ai propri titoli azionari un profilo di *“rischio basso”* al momento della sottoscrizione.

In fattispecie analoghe, l'Arbitro ha rilevato che tale valutazione *“non può che suscitare quantomeno forti perplessità in termini di ragionevolezza, non solo in considerazione del fatto che trattavasi, comunque, di capitale di rischio ma, e soprattutto, per la loro natura di strumenti illiquidi, che in quanto tali espongono il risparmiatore non solo al rischio di possibile perdita prospettica dell'intero capitale investito ma anche a quello ben più concreto di trovarsi nella condizione di non poter liquidare l'investimento in tempi ragionevoli”* (decisione ACF n. 127 del 29 novembre 2017).

**3.** Ritiene il Collegio che siano fondate anche le contestazioni del Ricorrente circa l'inadeguatezza delle operazioni di investimento sotto il profilo dell'eccesso di concentrazione di strumenti finanziari emessi dalla Banca nel *dossier* titoli del cliente, che emerge dalla documentazione agli atti.

In una fattispecie analoga alla presente, l'Arbitro ha rilevato che *“a prescindere dalla qualificazione del servizio prestato, un inadempimento di quest'ultimo emerge, in termini generali, con riguardo a tutte le operazioni complessivamente considerate, dalla concentrazione degli investimenti del Ricorrente in titoli azionari dello stesso Intermediario e dalla mancata*

*diversificazione del portafoglio titoli, che costituiscono indice sintomatico di una strategia d'investimento "suggerita" dall'Intermediario per favorire il collocamento di strumenti da esso stesso emessi, in evidente contrasto con l'interesse del cliente. Nel contempo è evidente che l'Intermediario, per adempiere al meglio il proprio incarico, avrebbe dovuto diligentemente valutare l'adeguatezza non solo delle singole operazioni, ma anche dell'investimento complessivamente effettuato dal Ricorrente"* (Decisione ACF n. 262 del 9 febbraio 2018).

**4.** In merito, poi, alla mancata informativa sulla natura illiquida delle azioni emesse dalla Banca, il Collegio ritiene che si debba dare continuità all'orientamento già espresso in un'analogo occasione dall'ACF, ove si è affermato che *"la difesa del resistente è basata sulla – apodittica – affermazione che tale informativa [sull'illiquidità del titolo, n.d.r.] non sarebbe stata dovuta, perché le azioni [...] non sarebbero state illiquide al momento in cui le operazioni di investimento sono state effettuate, ma lo sarebbero divenute successivamente. Ebbene [...] se è vero che la liquidità, così come per converso l'illiquidità, di uno strumento finanziario è una situazione di fatto, e che dunque è ben possibile, con riferimento ad un medesimo strumento finanziario, che quella situazione si modifichi nel corso del tempo, sicché uno strumento che prima era liquido divenga illiquido, o viceversa, vero è anche che in presenza di una situazione di fatto [...] in cui il titolo è da tempo pacificamente illiquido – come nota il Ricorrente, e come in definitiva ammette lo stesso resistente [...] – è evidentemente preciso onere dell'intermediario fornire una prova adeguata del fatto contrario, vale a dire del fatto che, invece, alla data dell'operazione di investimento esisteva la asserita condizione di liquidità. [...] Orbene, poiché nel caso di specie l'intermediario – per giustificare di non aver fornito le informazioni di dettaglio prescritte dalla Comunicazione CONSOB del marzo 2009 – si è limitato ad allegare genericamente che al momento degli investimenti per cui è controversia le azioni sarebbero state da esso "classificate" come liquide, ma senza fornire alcuna prova dell'effettivo grado di liquidità a quella data, deve ritenersi accertato anche*

*l'ulteriore inadempimento del resistente ai propri specifici obblighi di informazione*" (decisione ACF n. 380 del 13 aprile 2018).

5. In ultimo, l'Intermediario non ha fornito elementi atti a dimostrare di aver assolto i propri obblighi informativi in concreto, e non in modo meramente formalistico.

In casi analoghi, l'Arbitro ha ritenuto che la formale sottoscrizione di dichiarazioni attestanti la presa visione di documentazione informativa relativa allo strumento finanziario sottoscritto è insufficiente a far ritenere adeguatamente assolti gli obblighi informativi gravanti sull'Intermediario.

In particolare, *“la mera pubblicazione e messa a disposizione di un prospetto di offerta non è sufficiente a far ritenere che siano correttamente adempiuti gli (ulteriori e finalisticamente differenziati) obblighi di informazione che l'intermediario, in quanto tale, è tenuto ad osservare nei confronti della clientela”*, in quanto *“l'intermediario (ancorché anche emittente) che fornisce un servizio di investimento [...] non può all'evidenza limitarsi ad informare la clientela della circostanza che è stato pubblicato un prospetto informativo e che tale prospetto è disponibile per gli interessati”* (decisione ACF n. 71 del 6 ottobre 2017).

6. Dovendosi, dunque, ritenere accertata la responsabilità dell'Intermediario, e passando alla quantificazione dei danni, si rileva anzitutto che la Banca ha eccepito l'intervenuta prescrizione di *“tutte le operazioni di acquisto compiute dal cliente, dal 1983 all'ottobre 2006”*. Considerato che il reclamo all'Intermediario è stato presentato in data 25 settembre 2017, devono effettivamente considerarsi prescritte le pretese risarcitorie fondate su operazioni d'investimento concluse prima del 25 settembre 2007.

Dalle risultanze degli estratti del conto corrente acquisiti al procedimento deriva che rientrano invece nel perimetro del ricorso le azioni ottenute a fronte dell'aumento di capitale 2013 ed interessate dall'operazione di vendita del 9 marzo 2015. Tuttavia, la somma ottenuta dal Ricorrente a fronte di tale operazione di dismissione (€ 72.084,84) risulta maggiore rispetto a quanto versato, aderendo all'aumento di capitale 2013, per acquisire le azioni oggetto della dismissione (€ 69.345,40). Nessun danno

può, pertanto, essere riconosciuto al Ricorrente a tale titolo, avendo egli conseguito un guadagno, e non una perdita, dalla complessiva operazione.

Rientrano altresì nel perimetro del ricorso n. 3.344 azioni *cum bonus share*, ottenute dal Ricorrente aderendo all'aumento di capitale del dicembre 2014, per un esborso pari a € 29.928,80. Detratti da tale somma gli importi percepiti a titolo di dividendi e le cedole percepite a fronte dell'intervenuta sottoscrizione delle obbligazioni convertibili con facoltà di rimborso in azioni, risultanti dagli atti, oltre che il valore di tale pacchetto azionario a valori correnti (€ 2,38 per azione), al Ricorrente spetta un risarcimento pari concusivamente a € 15.750,51.

### **PQM**

Il Collegio, in accoglimento del ricorso, dichiara l'intermediario tenuto a corrispondere al ricorrente, a titolo di risarcimento danni, la somma rivalutata di euro 16.128,52, oltre agli interessi legali dalla data della presente decisione sino al soddisfo, e fissa il termine per l'esecuzione in trenta giorni dalla ricezione della decisione.

Entro lo stesso termine l'intermediario comunica all'ACF gli atti realizzati al fine di conformarsi alla decisione, ai sensi dell'art. 16, comma 1, del regolamento adottato dalla Consob con delibera n. 19602 del 4 maggio 2016.

L'intermediario è tenuto a versare alla Consob la somma di € 400,00, ai sensi dell'art. 18, comma 3, del citato regolamento, adottato con delibera n. 19602 del 4 maggio 2016, secondo le modalità indicate nel sito istituzionale [www.acf.consob.it](http://www.acf.consob.it), sezione "Intermediari".

Il Presidente  
Firmato digitalmente da:  
Gianpaolo Eduardo Barbuzzi