



Decisione n. 138 del 5 dicembre 2017

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. G. Guizzi – Membro

Avv. G. Afferni – Membro

Relatore: Prof. Avv. G. Guizzi

nella seduta del 20 novembre 2017, in relazione al ricorso n. 568, dopo aver esaminato la documentazione in atti, ha pronunciato la seguente decisione.

**FATTO**

*1.* La controversia sottoposta alla cognizione del Collegio concerne l'inadempimento dell'intermediario agli obblighi di corretta esecuzione di un servizio di investimento, in particolare sotto il profilo della mancata e non corretta valutazione dell'adeguatezza dello strumento finanziario acquistato in relazione al profilo della cliente.

Questi, in sintesi, i fatti oggetto del procedimento.

*2.* Dopo aver presentato reclamo il 17 febbraio 2017, e senza ricevere alcun riscontro, la ricorrente, avvalendosi dell'assistenza di un difensore, si è rivolta all'Arbitro per le Controversie Finanziarie rappresentando quanto segue.

La ricorrente - che ha oggi un'età prossima ai novant'anni, e che all'epoca a cui risalgono le prime operazioni di investimento aveva già compiuto ottant'anni – espone di aver effettuato tra l'aprile del 2012 e il settembre del 2014, tramite l'intermediario attuale resistente, plurime operazioni di acquisto di azioni ed obbligazioni convertibili emesse dal medesimo, per effetto delle quali essa risulta, alla data di introduzione del ricorso, titolare di n. 14.270 azioni per un controvalore complessivo di € 135.993,10 (calcolato valorizzando le azioni al prezzo unitario di € 9,53).

La ricorrente si lamenta, in primo luogo, del fatto che tutte le operazioni di acquisto dei predetti strumenti finanziari – oltre a determinare un'elevata ed eccessiva concentrazione degli investimenti in capo allo stesso emittente – sono stati eseguiti non solo in assenza della preventiva sottoscrizione di tutta la documentazione necessaria ma anche, e prima ancora, senza rendere sufficienti informazioni sulle caratteristiche di illiquidità del titolo e poi senza condurre la necessaria verifica circa l'adeguatezza e appropriatezza dello strumento finanziario. Al riguardo la ricorrente sostiene che il difetto di tali requisiti risulterebbe palese in considerazione della sua età, della sua totale inesperienza in ambito finanziario – la ricorrente è insegnante di lettere in pensione - e del profilo di rischio basso, quale attestato anche dal questionario di profilatura, nonché dal fatto che, come risulterebbe provato documentalmente dagli estratti del conto titoli dell'epoca, *“essa non ha mai investito in titoli così complessi e rischiosi”*. La ricorrente lamenta, quindi, di aver anche impartito, nel marzo e nell'aprile 2016, due ordini di vendita delle azioni in portafoglio che non hanno, tuttavia, trovato esecuzione.

Sulla base di quanto esposto, la ricorrente chiede in via principale di accertare e dichiarare la nullità, ovvero di pronunciare la risoluzione *ex art. 1453 c.c.*, delle operazioni di investimento compiute, e quindi per l'effetto di dichiarare l'intermediario tenuto alla restituzione di tutte le somme investite, pari, a suo dire, all'importo di € 135.993,10, oltre interessi legali. In subordine la ricorrente chiede di accertare la responsabilità precontrattuale dell'intermediario rispetto ai contratti di compravendita delle azioni, o quantomeno accertare e dichiarare

l'inadempimento del medesimo alle disposizioni di legge disciplinanti la prestazione del servizio e di condannarlo al risarcimento del danno subito, oltre interessi legali e maggior danno da svalutazione monetaria, sempre quantificato nella misura di € 135.993,10.

3. L'intermediario si è costituito presentando controdeduzioni con cui ha chiesto il rigetto del ricorso.

Il resistente premette che la ricorrente è titolare di un conto deposito titoli dal 2004, e di averle sottoposto questionari per tracciarne il profilo sia nel 2008 sia nel 2010. Osserva, quindi, che da entrambi i predetti questionari emergerebbe *“un profilo di rischio alto e un'esperienza finanziaria alta”*, e che solo dal questionario nuovamente sottopostole nel 2016, e pertanto in epoca successiva alle operazioni contestate, emergerebbe *“un profilo di rischio medio-basso ed una esperienza finanziaria medio-bassa”*.

Con riferimento alle operazioni oggetto di contestazione il resistente produce documentazione sottoscritta dalla ricorrente e con cui essa ha dichiarato: (i) *“di conoscere e accettare tutte le disposizioni contenute nello Statuto Sociale avendone preso visione e di assumere tutti gli obblighi relativi alla qualità di socio”*; (ii) con specifico riferimento all'adesione all'aumento di capitale del 2007, di accettare integralmente il contenuto del *“Prospetto informativo”* nonché di aver *“preso visione in particolare del capitolo “Fattori di Rischio” del Prospetto Informativo”*, prendendo altresì atto del conflitto di interessi che aveva l'intermediario nell'operazione; (iii) in relazione all'adesione all'aumento di capitale del 2013, di essere a conoscenza *“che le obbligazioni convertibili sono disciplinate dal relativo regolamento”*, di essere a conoscenza che *“copie del Prospetto e del Regolamento del Prestito sono messe a disposizione gratuitamente presso la sede e le filiali dell'Emittente, nonché sul sito [...]”* ed altresì *“di aver esaminato, in particolare, i rischi tipici relativi all'emittente e al settore nel quale questi opera nonché relativi all'investimento nelle azioni e nelle Obbligazioni Convertibili, al fine di poter effettuare consapevoli scelte di investimento e disinvestimento, di aver preso conoscenza e di accettare senza riserva i termini e le condizioni dell'offerta illustrate nel prospetto”*, e anche in

questo caso di essere a conoscenza dei conflitti d'interesse che ne caratterizzavano la posizione. Sulla scorta di tali considerazioni il resistente esclude, dunque, che possa invocarsi la nullità delle operazioni per difetto di forma, e più in generale che possa configurarsi a suo carico una responsabilità precontrattuale per omessa informazione sulla rischiosità degli investimenti.

Con specifico riferimento alle contestazioni riguardanti la mancata valutazione di adeguatezza, il resistente richiama le considerazioni riguardanti il profilo di rischio e l'esperienza in materia quali risultanti dai questionari del 2008 e del 2010. In ogni caso osserva come al momento delle prime operazioni eseguite da parte della ricorrente le azioni per cui è controversia fossero classificate quali titoli a *“rischio basso”* e pertanto *“ampiamente sottoscrivibili dalla cliente la quale, in ogni caso, autorizzava ed espressamente richiedeva l'operazione”*, e che solo a partire dal secondo semestre del 2015 il rischio associato alle azioni è passato da *“medio”* a *“medio-alto”*, e ciò in conseguenza di un deterioramento delle condizioni di liquidità del titolo.

Il resistente sostiene, infine, che *“la motivazione principale del ricorso”* sarebbe rappresentata *“dal ritardo nella cessione delle azioni”*. In proposito, dopo aver ricordato che dal 30 giugno 2017 le proprie azioni sono negoziate su Hi-Mtf, il resistente respinge ogni addebito riguardo a un proprio preteso inadempimento nell'esecuzione dell'ordine di vendita, sottolineando che nel sistema interno di negoziazione, e che all'epoca dei fatti rappresentava il meccanismo volto ad assicurare alla clientela la possibilità di ottenere il disinvestimento, risultavano negoziati gli ordini di cessione inseriti sino all'8 luglio 2015, sicché solo questa, e non altra, è la ragione per cui gli ordini della ricorrente non hanno potuto trovare esecuzione.

**4.** La ricorrente si è avvalsa della facoltà di presentare deduzioni integrative ai sensi dell'art. 11, comma 5, del Regolamento 19602/2016.

La ricorrente insiste, in primo luogo, nella deduzione di nullità dei contratti per mancanza di forma scritta, osservando in particolare che il contratto del 2004, allegato dall'intermediario, non sarebbe stato *“doverosamente aggiornato all'entrata in vigore della Direttiva MIFID dell'anno 2007”*.

La difesa della ricorrente contesta quindi l'attendibilità dei questionari di profilatura del 2008 e del 2010 osservando che *“il profilo di rischio medio-alto certificato dalla Banca nel questionario MiFID datato 20.12.2010, oltre ad essere privo di valor probatorio [...], è comunque totalmente privo di senso logico prima che giuridico”*, considerata l'età della ricorrente e la sua pregressa professione. La ricorrente mette altresì in luce alcune contraddizioni, a suo dire, esistenti tra i questionari del 2008 e del 2010, e in particolare il fatto che mentre nel questionario che risale al 2008 appare l'indicazione che l'obiettivo prioritario consisterebbe nella protezione del capitale, nel questionario del 2010 viene indicata una propensione ad operare su prodotti a lungo termine e scompare il riferimento alla assenza di tolleranza verso le perdite.

La ricorrente richiama, infine, gli indirizzi della giurisprudenza secondo cui l'intermediario *“deve dimostrare [...] di aver effettivamente fornito le avvertenze che sono riportate nel prospetto informativo e non basta la dichiarazione del cliente di averlo ricevuto e letto”*, e che comunque in nessun documento allegato alle controdeduzioni *“è dato verificare che la banca ha specificamente informato la sig.ra [...] con riferimento alla natura e alle specifiche caratteristiche del prodotto venduto, al rischio emittente, al rischio di mercato e al rischio liquidità”*.

5. Anche l'intermediario si è avvalso della facoltà di presentare osservazioni in replica alle deduzioni integrative della ricorrente, ai sensi dell'art. 11, comma 6, Regolamento 19602/2016.

Il resistente rivendica l'idoneità della documentazione allegata a essere qualificata come contratto quadro, ai fini della prova del rispetto delle prescrizioni di forma necessarie ai fini della validità delle operazioni di investimento, e che il questionario MIFID *“viene compilato dall'operatore di sportello per il tramite della piattaforma informatica utilizzata dalla banca e le risposte ivi contenute sono quelle fornite dal cliente al medesimo operatore”*, sicché *“la ridetta procedura informatica prevede che la firma del sottoscrittore venga apposta sull'ultima pagina del questionario con l'ovvia presunzione che il cliente ne condivide il contenuto”*.

Il resistente ribadisce, infine, la deduzione che la ricorrente ha consapevolmente sottoscritto gli ordini di acquisto dei suddetti titoli e le schede di adesione agli aumenti di capitale 2007 e 2013, dichiarando di essere stata adeguatamente informata sulla natura dei titoli acquistati.

## **DIRITTO**

*1.* Ritiene il Collegio che il ricorso debba essere respinto con riferimento alla richiesta principale, mentre possa essere parzialmente accolto con riferimento alla domanda subordinata.

*2.* Con riferimento alla domanda principale di restituzione del capitale è dirimente la considerazione che nel caso di specie non appare fondato il rilievo della ricorrente in ordine alla pretesa nullità per mancanza della forma scritta delle singole operazioni di investimento. La documentazione prodotta dal resistente nell'ambito del presente procedimento comprova, infatti, in maniera chiara, che la forma scritta richiesta per la validità degli acquisti, e prima ancora del contratto quadro, è stata, nella specie, rispettata.

All'esito della restituzione del capitale investito non sembra potersi giungere neppure percorrendo l'itinerario alternativo suggerito dalla ricorrente, vale a dire ipotizzando la risoluzione delle singole operazioni di acquisto per l'inadempimento dell'intermediario agli obblighi concernenti la prestazione del servizio di investimento. A questo riguardo ritiene, infatti, il Collegio che sebbene l'inadempimento in parola appaia sussistente – come si dirà tra breve, trattando della domanda subordinata di risarcimento del danno – appare tuttavia difficile immaginare che esso possa costituire una causa di risoluzione dei singoli contratti di acquisto degli strumenti finanziari. Gli inadempimenti dell'intermediario agli obblighi di informazione del cliente, così come l'inadempimento all'obbligo di valutazione della coerenza delle operazioni di volta in volta eseguite con il suo profilo di rischio, sebbene condizionino la scelta di investimento del cliente si collocano, tuttavia, in un momento antecedente alle singole operazioni di acquisto, e dunque non possono operare come causa di risoluzione delle stesse ai sensi dell'art. 1453 c.c., tale rimedio presupponendo che l'inadempimento che vi

dà causa inerisca direttamente al rapporto contrattuale che si vorrebbe risolvere, e non a un rapporto diverso, ancorché ad esso in un certo senso presupposto. Né d'altra parte sembra al Collegio che sia possibile dare seguito a quell'indirizzo interpretativo – pure prospettato – secondo cui ciò che potrebbe formare oggetto della risoluzione, in presenza di tali inadempimenti, sarebbe direttamente l'ordine di acquisto impartito dal cliente all'intermediario. All'accoglimento di questa soluzione sembra costituire *ostacolo insormontabile la natura di atto unilaterale dell'ordine di acquisto*, la quale - quand'anche si volesse optare per una sua configurazione in chiave propriamente negoziale (ma al Collegio appare più appropriata, invece, la qualificazione dell'ordine come mero atto giuridico) – impedisce di applicare il rimedio della risoluzione per inadempimento ai sensi dell'art. 1453 cod. civ., il quale si riferisce esclusivamente “*ai contratti a prestazioni corrispettive*”, sicché sembra obiettivamente mancare – rispetto ad un atto, come l'ordine di acquisto, che non crea per sé alcun nuovo obbligo a carico dell'intermediario (l'obbligo di eseguire l'ordine non nasce, infatti, da quest'ultimo ma direttamente dal contratto quadro) - il requisito della “*compatibilità*” richiesto dall'art. 1324 cod. civ. per applicare agli atti unilaterali a contenuto patrimoniale le norme sui contratti.

3. Meritevole di parziale accoglimento è, invece, la domanda subordinata con cui la ricorrente chiede di accertare la violazione da parte del resistente delle regole di condotta a cui avrebbe dovuto informare la sua azione nella prestazione del servizio di investimento e quindi di condannarlo al risarcimento dei danni.

In proposito appare sufficiente per accogliere la domanda la considerazione che l'intermediario *non ha correttamente eseguito la valutazione di adeguatezza*, avendo, per un verso, *consentito un'eccessiva concentrazione degli investimenti* della ricorrente – investimenti che appaiono *tutti orientati su un unico emittente*, poi coincidente con lo stesso intermediario, *e per di più tutti su titoli illiquidi* (circostanza che è già di per sé pericolosa, ma che rischia di divenire *esiziale per un investitore di età avanzata*, per il quale risulta primaria la necessità di poter monetizzare in tempi rapidi gli investimenti) – e, per altro verso, *trascurato di considerare che il tipo di prodotto*, specie per la sua crescente illiquidità, *non era*

*adeguato per una cliente, come la ricorrente, che per ragioni di età e formazione professionale non era in grado di percepirne con piena consapevolezza l'elevata rischiosità.*

Per andare in contrario avviso non sembra d'altra parte possibile – come vorrebbe il resistente – far leva sul fatto che il maggior numero di operazioni è stato eseguito in un'epoca in cui il questionario di profilatura da assumere come termine di riferimento era quello del 2010, che riportava informazioni e notizie, anche rispetto alla propensione al rischio e alle strategie di investimento della cliente, rispetto alle quali gli strumenti finanziari acquistati (azioni ed obbligazioni convertibili) potevano apparire coerenti. Sotto quest'aspetto il Collegio deve, infatti, sottolineare che *il suddetto questionario non appare attendibile, a causa della sua evidente difformità con quello risalente ad appena due anni prima.* Non è, infatti, credibile, né razionalmente spiegabile, che un investitore di più di ottant'anni - che nel questionario del 2008 dichiarava di orientarsi a favore di investimenti che le consentissero di *“proteggere il capitale e ricevere flussi di cassa periodici, costanti e prevedibili”* (il che è del tutto ragionevole, per una persona ampiamente rientrante nella fascia della c.d. terza età) – nel questionario del 2010, e dunque appena due anni dopo, dichiarò invece che l'obiettivo è perseguire una *“crescita significativa nel medio lungo periodo, anche sopportando forti oscillazioni di valore”*.

**4.** Accertata la responsabilità contrattuale dell'intermediario nei termini e nei limiti sopra indicati, occorre procedere alla liquidazione del danno sofferto dalla cliente.

Sotto questo profilo non può essere condiviso il ragionamento della ricorrente che vorrebbe identificare il danno nella misura di € 135.993,10, pari cioè a quanto la stessa avrebbe potuto realizzare se avesse potuto disinvestire le 14.270 azioni al prezzo unitario di € 9,53, ossia al prezzo a cui furono impartiti i due ordini di vendita rimasto ineseguiti. Tale quantificazione sottende, infatti, un'impostazione non accettabile, non solo perché essa determina il danno in misura pari al risultato auspicato tramite il disinvestimento – ma la cui mancata realizzazione non è, tuttavia, imputabile all'intermediario – ma anche perché essa omette di

considerare il fatto che l'accoglimento della domanda di risarcimento del danno non determina il venir meno della titolarità delle azioni, il cui valore residuo deve essere pertanto sempre detratto dall'ammontare del risarcimento.

Sotto questo profilo è avviso del Collegio che il criterio più congruo di liquidazione del danno sia, invece rappresentato, dalla differenza tra il capitale complessivamente investito, che – per come si è potuto ricostruire attraverso l'analisi della documentazione in atti (e dunque tenendo conto del fatto che gli acquisti degli strumenti finanziari sono avvenuti in tempi diversi e a prezzi unitari diversi) - risulta pari a € 111.452,00, ed il valore attuale delle 14.270 azioni possedute, che risulta, invece, pari ad € 83.349,00, ove calcolato applicando il prezzo unitario di € 6,30 che rappresenta il prezzo a cui le azioni, seppure con un volume di scambi ridottissimo, vengono oggi negoziate sul Hi-Mtf.

La differenza di € 28.103,00 rappresenta dunque il danno risarcibile. A tale somma, trattandosi di obbligazione risarcitoria e quindi di un debito di valore, debbono aggiungersi rivalutazione ed interessi; essi debbono essere calcolati, tuttavia, con decorrenza differita, a seconda cioè della quota di danno che è ricollegabile alle singole operazioni di investimento. Applicando tale criterio di calcolo, il totale della rivalutazione e degli interessi è pari a € 2.075,24 (di cui € 1.308,52 per interessi e € 766,72 per rivalutazione). L'ammontare complessivo del danno da risarcire è, dunque, pari a € 30.178,24.

### **PQM**

In parziale accoglimento del ricorso, il Collegio dichiara l'intermediario tenuto a corrispondere alla ricorrente, per i titoli di cui in motivazione, la somma complessiva di € 30.178,24 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