



Decisione n. 150 del 14 dicembre 2017

ARBITRO PER LE CONTROVERSIE FINANZIARIE

Il Collegio

composto dai signori

Dott. G. E. Barbuzzi – Presidente

Prof.ssa M. Rispoli Farina – Membro

Prof. Avv. L. Salamone – Membro supplente

Prof. Avv. G. Guizzi – Membro

Avv. G. Afferni – Membro

Relatore: Prof. Avv. G. Guizzi

nella seduta del 7 dicembre 2017, in relazione al ricorso n. 565, 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 degli strumenti finanziari acquistati in relazione al profilo cliente.

Questi, in sintesi, i fatti oggetto del procedimento.

2. Dopo aver presentato reclamo il 3 agosto 2016, riscontrato dall'intermediario con nota del successivo 15 settembre, i ricorrenti, avvalendosi dell'assistenza di un difensore, si sono rivolti all'Arbitro per le Controversie Finanziarie rappresentando quanto segue.

I ricorrenti, che sono legati tra loro da un rapporto di coniugio, espongono di detenere alla data di presentazione del ricorso - a seguito di plurime operazioni di acquisto di azioni e obbligazioni convertibili, eseguite con l'intermediario resistente tra il 2008 ed il 2015 - n. 17.432 azioni del medesimo (segnatamente: n. 3.429 il ricorrente e n. 14.003 azioni la ricorrente) per un controvalore complessivo di € 166.126,96 (così calcolato valorizzando le azioni al prezzo unitario di € 9,53).

I ricorrenti si lamentano, in primo luogo, del fatto che tutte le operazioni di acquisto di tali strumenti finanziari – oltre a determinare un'elevata ed eccessiva concentrazione degli investimenti in capo allo stesso emittente – sono state eseguite 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. A quest'ultimo riguardo i ricorrenti sostengono che dai questionari di profilatura emergerebbe che essi non avevano alcuna conoscenza di tale tipologia di strumenti, ed oltretutto che avevano indicato una strategia di investimento caratterizzata dalla disponibilità ad assumere un grado di rischio estremamente basso.

I ricorrenti si dolgono, quindi, del fatto che, sebbene abbiano impartito sia in data 23 marzo 2016 sia in data 5 e 9 maggio 2016, ordini di vendita delle azioni detenute al prezzo unitario di € 9,53, tali ordini sono rimasti ineseguiti, ciò che concreterebbe un inadempimento anche in relazione al fatto che l'intermediario non avrebbe rispettato il criterio della priorità cronologica nelle operazioni di vendita.

Sulla base di quanto esposto i ricorrenti chiedono, 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 loro dire, all'importo di € 166.126,96 oltre interessi legali. In subordine i ricorrenti chiedono di accertare la responsabilità precontrattuale dell'intermediario rispetto

ai contratti di compravendita delle azioni, o quantomeno di 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 € 166.126,96.

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

Il resistente premette che i ricorrenti sono titolare di un conto deposito titoli da lunga data, e che essi hanno compiuto acquisti di azioni sin dalla metà degli anni novanta. Il resistente osserva, quindi, di avere sottoposto loro questionari per tracciarne il profilo sia nel 2008 – che tuttavia non produce, limitandosi a riportarne gli esiti - poi aggiornato nel 2010 e nel 2012. Osserva, quindi, che dai questionari, e in particolare dagli ultimi due, emergerebbe *“un profilo di rischio medio e un'esperienza finanziaria media”*.

Con riferimento alle operazioni oggetto di contestazione il resistente produce il contratto quadro, sottoscritto nel 2005, e ulteriore documentazione, anch'essa sottoscritta dai ricorrenti, dove gli stessi hanno 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”*, dichiarazione poi ripetuta in occasione della sottoscrizione di ogni aumento di capitale; (ii) con specifico riferimento all'adesione all'aumento di capitale del 2013, 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. Aggiunge, quindi, con riferimento alla contestazione della mancata rilevazione dell'eccessiva concentrazione degli investimenti, che il rilievo sarebbe infondato, avendo anzi i ricorrenti espressamente dichiarato, in occasione dell'aumento di capitale 2013, *“di essere consapevoli che l'incremento del grado di concentrazione in strumenti finanziari emessi dal medesimo emittente comporta un maggior rischio di perdite sul portafoglio di investimento nel caso di insolvenza dell'emittente stesso”*.

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, così come rispetto alle asserite violazioni del principio di priorità cronologica. Il resistente sottolinea, in particolare, 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 stata la ragione per cui gli ordini dei ricorrenti non hanno potuto trovare esecuzione.

In conclusione con riferimento alla richiesta di risarcimento danni, il resistente osserva – per la denegata ipotesi di accoglimento della domanda – che i ricorrenti hanno comunque percepito, negli anni, sia dagli investimenti in azioni sia da

quelli in obbligazioni convertibili somme a titoli di dividendi e di cedole, che vengono quantificate in € 9.686,77, e che pertanto, in caso fosse disposto il risarcimento del danno, andrebbero conteggiati in detrazione.

4. I ricorrenti si sono avvalsi della facoltà di presentare deduzioni integrative ai sensi dell'art. 11, comma 5, del Regolamento 19602/2016.

I ricorrenti insistono, 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 dei ricorrenti rileva, quindi, la mancata produzione dei questionari MIFID antecedenti il 2010, osservando che quanto allegato dal resistente è un mero atto interno, privo di valore probatorio e di cui disconosce l'attendibilità. In ogni caso osserva che il riferimento all'esperienza media e il livello di rischio medio che i ricorrenti sarebbero stati inclini a sostenere sarebbe contraddetto, e comunque superato, dal questionario dal 2012, da cui risulta una propensione ad affrontare un livello di rischio qualificato espressamente come basso.

I ricorrenti richiamano, infine, gli indirizzi sia della giurisprudenza sia di quest'Arbitro (viene ricordata, segnatamente, la decisione n. 11 del 7 luglio 2017) secondo cui non è sufficiente *“a far ritenere che l'intermediario, abbia assolto adeguatamente agli obblighi informativi (declinazione del suo primario dovere di salvaguardia e cura dell'interesse del cliente) e ai correlati oneri probatori, il solo dato formale delle sottoscrizioni acquisite dal cliente sulla documentazione relativa al rapporto, dovendo egli per contro curare l'adeguatezza obiettiva e soggettiva dei prodotti e dei servizi somministrati al cliente e la comprensione effettiva da parte del medesimo delle relative caratteristiche”*.

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

In relazione all'eccezione dei ricorrenti riguardo alla mancata produzione della documentazione contrattuale antecedente il 2007, l'intermediario afferma che *“la conservazione della documentazione in argomento supera il decennio e, pertanto,*

l'odierna resistente non è tenuta alla produzione della stessa” e che comunque la stessa “non è stata rinvenuta agli atti della filiale”. Tuttavia, prosegue il resistente, “sarebbe sufficiente confrontare tutta la documentazione inerente la sottoscrizione dei titoli avvenuta dal 2007 in poi e già allegata alle controdeduzioni originarie, per comprendere come i clienti avessero piena contezza della suddetta normativa”.

Con specifico riferimento al questionario MIFID sottoscritto dai ricorrenti nel 2008 – e dunque risalente a un periodo inferiore al decennio – il resistente osserva che la circostanza che tale documento “non sia stato rinvenuto agli atti della filiale, non può certamente essere utilizzata quale prova da cui desumere la mancata sottoscrizione dello stesso” e che “tramite la produzione della scheda di compilazione (...), rilevabile dalle procedure interne”, essa ha semplicemente “voluto fornire all’On.Le Arbitro per le Controversie Finanziarie l’unica evidenza da cui desumere l’esistenza del questionario e delle relative risultanze”.

DIRITTO

1. Ritieni 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 dei ricorrenti 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 difesa dei ricorrenti, 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. Come già segnalato per una fattispecie identica, riguardante oltretutto il medesimo intermediario (cfr. decisione n. 138 del 5 dicembre 2017), gli inadempimenti del resistente 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 a esso in un certo senso presupposto.

3. Meritevole di parziale accoglimento è, invece, la domanda subordinata con cui i ricorrenti chiedono di accertare la violazione da parte del resistente delle regole di condotta a cui questi 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 dei ricorrenti – gli investimenti appaiono, infatti, tutti orientati su un unico emittente*, poi coincidente con lo stesso intermediario, *e per di più tutti su titoli illiquidi* – e, per altro verso, *trascurato di considerare che il tipo di prodotto era all'evidenza inadeguato in relazione al profilo di rischio quale indicato dai ricorrenti nei questionari MIFID allegati in atti*.

A questo riguardo deve, infatti, notarsi, innanzitutto, come priva di valore probatorio – per la unilaterale provenienza dal resistente – sia la documentazione allegata dall'intermediario, e con cui questi vorrebbe provare che la valutazione compiuta nel 2008 era coerente con le dichiarazioni rese dai ricorrenti. Ma soprattutto quel che deve notarsi è che dal questionario del 2012 - che è per

esempio quello rilevante per tutte le operazioni successive a tale data, e poi per la sottoscrizione dell'aumento di capitale 2013 – emergono risposte che non potevano far dubitare della non adeguatezza delle azioni emesse dall'intermediario rispetto al profilo dei clienti: basti, per tutte, pensare alla risposta alla domanda sugli obiettivi di investimento, a cui i ricorrenti rispondono dichiarando come esso fosse quello di *“proteggere il capitale investito e ricevere flussi di cassa periodici (...), ancorché contenuti, costanti e prevedibili”*, per avvedersi di come questa risposta rendesse del tutto non coerente l'investimento in azioni, il quale per la sua natura strumento di partecipazione al capitale di rischio dell'impresa non solo non si attaglia alla fattispecie del prodotto che consente di *“proteggere il capitale investito”* ma neppure a quella che consente di godere di flussi di cassa *“costanti e prevedibili”*. A ciò si aggiunga che la non coerenza con l'investimento azionario risultava *ictu oculi* anche dalla risposta negativa al quesito sulla disponibilità ad investire in strumenti – quali sono tipicamente le azioni – con prospettiva di lungo termine.

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

Sotto questo profilo non può essere condiviso il ragionamento dei ricorrenti che vorrebbero identificare il danno nella misura di € 166.126,96, pari cioè a quanto gli stessi avrebbero potuto realizzare se avessero potuto disinvestire le 17.432 azioni al prezzo unitario di € 9,53, ossia al prezzo a cui furono impartiti i due ordini di vendita rimasti 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 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 non solo (i) del fatto che gli acquisti degli strumenti finanziari sono avvenuti in tempi diversi, e a prezzi unitari diversi, ma anche (ii) del fatto che le doglianze di inadempimento riguardano soltanto le operazioni compiute a partire dal 2008, sicché non possono essere computati gli acquisti delle prime 1.500 azioni eseguiti nel 1995, e per i quali non viene in realtà allegata nel ricorso alcuna specifica violazione ad obblighi di comportamento - risulta di € 128.161,15, ed il valore attuale di 15.932 delle 17.432 azioni possedute (non potendosi considerare neppure a tali fini, coerentemente al fatto che i relativi acquisti non possono essere considerati nel novero delle operazioni dannose, il valore di 1.500 azioni), che risulta, invece, pari ad € 100.371,60, 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.

Tale differenza, che è pari a € 27.789,55, non rappresenta, tuttavia, ancora il danno risarcibile. Ai fini della determinazione del danno non si può prescindere dal considerare – come rilevato dal resistente – che i ricorrenti hanno comunque percepito negli anni, anche in forza degli strumenti finanziari acquisitati in base alle operazioni contestate, importi a titolo di cedole e dividendi, che debbono essere pertanto conteggiati in detrazione, in ossequio al principio della *compensatio lucri cum damno*. Ciò precisato, osserva il Collegio che tale importo non può coincidere, però, con quello indicato dall’intermediario. Gli è, infatti, – sempre in coerenza con la premessa che nella presente vicenda non possono entrare in gioco le prime 1.500 azioni acquistate nel 1995 – che il conteggio del resistente deve essere depurato dagli importi dei dividendi distribuiti tra il 2000 e il 2007, i quali si riferiscono incontestabilmente alle 1.500 azioni oggetto dell’originario acquisto. Considerato che dalla documentazione in atti è possibile ricostruire che l’ammontare dei dividendi distribuiti tra il 2000 e il 2007 è pari ad € 3.930,93, sottraendo tale importo all’ammontare complessivo dei dividendi e delle cedole percepite dai ricorrenti, che ammonta complessivamente a €

10.967,92 (e non ad € 9.686,67 come indicato nelle controdeduzioni), l'importo da detrarre a titolo di *compensatio lucri cum damno* risulta pari a € 7.036,99.

In conclusione, il danno effettivamente sofferto dai ricorrenti può quantificarsi in € 20.752,56. Su 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 € 5.261,56 (di cui € 2.274,78 per rivalutazione e € 2.986,78 per interessi). L'ammontare complessivo del danno da risarcire è, dunque, pari a € 26.014,12.

PQM

In parziale accoglimento del ricorso, il Collegio dichiara l'intermediario tenuto a corrispondere ai ricorrenti, per i titoli di cui in motivazione, la somma complessiva di € 26.014,12 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, sezione "Intermediari".

Il Presidente
Firmato digitalmente da:
Gianpaolo Eduardo Barbuzzi