



Decisione n. 1543 del 15 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. G. Afferni – Membro

Relatore: Prof. Avv. F. De Santis

nella seduta dell'8 aprile 2019, in relazione al ricorso n. 1858, dopo aver esaminato la documentazione in atti, ha pronunciato la seguente decisione.

FATTO

I. Le Ricorrenti chiedono che le valutazioni e conclusioni contenute nella decisione di questo Collegio n. 35 del 4 agosto 2017, rassegnate con riferimento al ricorso n. 122, presentato dai propri genitori nei confronti del medesimo Intermediario, vengano estese anche a loro, avuto riguardo alle azioni dell'Intermediario alle medesime intestate, il cui acquisto, avvenuto a loro nome, si sarebbe verificato alle stesse condizioni e con le medesime modalità descritte nel citato ricorso n. 122.

Nel precisare che le somme da loro investite non derivavano da risparmi personali, ma appartenevano al padre (primo intestatario del rapporto), il quale aveva agito a loro nome su consiglio dei direttori di filiale, le Ricorrenti rappresentano che l'investimento in questione si riferisce ad azioni dell'Intermediario, in misura di n. 3.154 azioni intestate alla prima Ricorrente e in numero di n. 3.074 azioni intestate alla seconda Ricorrente, per un valore complessivo di € 46.700,00 circa (calcolato con il valore deprezzato di 7,50 euro, che ha generato una perdita del 22% rispetto al valore del 2015).

A giudizio delle Ricorrenti, l'investimento si è dimostrato non in linea con il loro profilo di rischio "*medio-basso*", teso a proteggere nel tempo il capitale investito e non invece ad assoggettarlo a rischio di svalutazioni e perdite.

Le Ricorrenti assumono inoltre che, in relazione a tale investimento, non siano stati rispettati i requisiti di trasparenza, non avendo mai ricevuto informazioni chiare sul grado di rischio, nessuno avendole mai informate della natura illiquida delle azioni e avendo anzi i dipendenti dell'Intermediario continuato a trasmettere un conseguente messaggio di tranquillità.

Le Ricorrenti riferiscono di avere invece appreso, nel corso degli ultimi mesi, che ciò che era stato detto ai tempi delle sottoscrizioni degli investimenti era "*un inganno*", essendo le azioni illiquide e continuando esse a perdere valore sul nuovo mercato Hi-MTF; e lamentano altresì di avere conferito, nel luglio 2016, un ordine di vendita rimasto senza riscontro.

Tanto premesso, le Ricorrenti chiedono il riconoscimento dell'importo di 46.700,00 euro, calcolato sul valore deprezzato di 7,50 euro ad azione.

2. Con le deduzioni del 6 marzo 2018, l'Intermediario ricostruisce in punto di fatto la vicenda, precisando che le Ricorrenti risultano titolari, in cointestazione con i genitori, di un *dossier* titoli; entrambe risultano socie dal 1994, avendo sottoscritto a più riprese azioni dell'Intermediario.

In particolare, limitatamente all'ultimo decennio, entrambe le Ricorrenti hanno aderito a 2 operazioni di aumento di capitale nel 2007 e nel 2013, e la

sola prima Ricorrente ha sottoscritto una domanda di aumento di quota sociale nel 2008. L'Intermediario rappresenta inoltre che, in date 28 novembre 2007, 20 novembre 2010 e 6 luglio 2016, ai contestatari del predetto rapporto venivano sottoposti tre questionari di profilatura.

L'Intermediario ritiene assorbente, ai fini del rigetto delle richieste delle Ricorrenti, l'impossibilità per le stesse di formulare una richiesta risarcitoria in relazione a sottoscrizioni ed acquisti di azioni effettuati, per loro stessa ammissione, con somme di un soggetto terzo (il padre), non essendo configurabile un danno risarcibile in assenza di spossessamento patrimoniale.

Dopo avere descritto le operazioni effettuate da ciascuna delle Ricorrenti, nel merito delle stesse, l'Intermediario evidenzia che:

- in data 21.12.2007, entrambe le Ricorrenti hanno aderito all'operazione di aumento di capitale sottoscrivendo apposita scheda di adesione e dichiarando di accettare integralmente il contenuto del "Prospetto informativo", nonché di avere preso visione in particolare del capitolo "Fattori di Rischio", prendendo altresì atto del conflitto di interessi in cui versava l'Intermediario nella sua duplice veste di emittente e offerente delle azioni;
- in data 10.6.2008, la prima Ricorrente ha presentato una "domanda di aumento quota sociale", dichiarando di conoscere ed accettare le disposizioni contenute nello statuto sociale e prendendo atto di quanto comunicato dall'Intermediario circa la natura e l'estensione del conflitto di interessi insito nell'operazione;
- in data 7.1.2013, entrambe le Ricorrenti hanno sottoscritto la scheda di adesione all'aumento di capitale 2013, dichiarando di essere a conoscenza "*che le obbligazioni convertibili [erano] disciplinate dal relativo regolamento*" e che "*copie del Prospetto e del Regolamento del Prestito [erano] messe a disposizione gratuitamente presso la sede e le filiali dell'Emittente*;
- entrambe le Ricorrenti hanno poi autorizzato, con specifica dichiarazione, l'operazione dopo essere state informate che il livello

di concentrazione sul rischio emittente aveva superato il 75% e, dunque, nella consapevolezza che l'incremento del grado di concentrazione in strumenti finanziari emessi dal medesimo emittente comportava un maggior rischio di perdite in caso di insolvenza dello stesso.

Alla luce di ciò, l'Intermediario ritiene che il *set* informativo e documentale fornito sia stato conforme a quanto previsto dalla normativa di riferimento.

Inoltre, ad avviso dell'Intermediario, le risposte delle clienti alle domande di cui ai numerosi questionari di profilatura alle stesse sottoposti hanno determinato l'attribuzione di un profilo di rischio "*medio-alto*", in linea con la propensione a relazionarsi con i mercati finanziari.

Con riferimento all'asserita violazione delle regole di cui alla comunicazione Consob n. 9019104/2006 in materia di titoli illiquidi, l'Intermediario sostiene che, al momento della loro sottoscrizione, i titoli sottoscritti dalle Ricorrenti non rientravano nella classificazione di titoli "*illiquidi*" e che "*tutta la documentazione contrattuale ed informativa ad essi relativa era conforme alla normativa vigente*"; e rileva che negli estratti conto periodicamente inviati alle Ricorrenti è stato dato atto dell'intervenuto peggioramento del grado di rischiosità del titolo (da "*medio*" a "*medio-alto*").

Esclusa la propria responsabilità in relazione ad inadempimenti inerenti la fase di sottoscrizione/acquisto dei titoli, con riguardo al ritardo nella cessione degli stessi l'Intermediario adduce una serie di elementi fattuali finalizzati a dimostrare come tale ritardo non sia ad esso imputabile, evidenziando che, con comunicato stampa del 22 giugno 2017, aveva comunicato l'avvenuta ammissione delle proprie azioni sul sistema multilaterale di negoziazione Hi-MTF e la contestuale disattivazione del sistema di negoziazione interno dei titoli.

In proposito, l'Intermediario rappresenta che, a fronte del passaggio alla nuova sede di negoziazione, gli ordini originariamente impartiti ed in attesa di esecuzione avrebbero dovuto considerarsi decaduti; tuttavia, "*per i soli soci con rapporti radicati*", l'Intermediario, "*ha mantenuto la priorità*

temporale degli ordini originariamente impartiti nel sistema di negoziazione interno”.

Con riferimento alla situazione pregressa, l’Intermediario ribadisce che, in assenza di un impegno ad evadere gli ordini di cessione nel termine massimo di 90 giorni, l’unico obbligo a suo carico ai sensi del Regolamento del sistema interno di negoziazione era quello dell’evasione *“degli ordini di vendita delle azioni secondo un ordine cronologico”.*

Ciò premesso, l’Intermediario osserva che le Ricorrenti hanno chiesto la cessione delle azioni in loro possesso il 7 luglio 2016, ma - successivamente all’introduzione del nuovo mercato - esse *“non hanno ritenuto di confermare l’ordine di cessione conferito al prezzo di €. 7,50”*, né tali ordini risultavano, alla data delle deduzioni, essere stati ripresentati.

3. Le Ricorrenti hanno presentato deduzioni integrative e l’Intermediario repliche finali, con cui ciascuna delle parti ha sostanzialmente riaffermato le rispettive posizioni.

DIRITTO

1. Il Collegio ritiene anzitutto non condivisibili le eccezioni formulate dall’Intermediario circa la possibilità per le Ricorrenti di formulare una richiesta risarcitoria in relazione alla sottoscrizione ed acquisto di azioni effettuati, per loro stessa ammissione, con somme di un soggetto terzo.

Dalla documentazione versata in atti emerge, infatti, che le Ricorrenti hanno sottoscritto, unitamente ai propri genitori, il contratto quadro relativo al *dossier* titoli, i questionari di profilatura nonché, ciascuna per le azioni rispettivamente acquistate, le schede di adesione agli aumenti di capitale. Dagli estratti conto prodotti dall’Intermediario risulta inoltre che le azioni rispettivamente possedute erano depositate nel conto cointestato in due sotto-rubriche a ciascuna di esse separatamente intestate, con la conseguenza che le operazioni di sottoscrizione/acquisto dei titoli rispetto alle quali le Ricorrenti chiedono il ristoro dei danni appaiono a loro direttamente riconducibili, indifferente essendo l’origine della provvista utilizzata per il loro compimento.

Del resto, nella decisione n. 35 del 4 agosto 2017, relativa ai loro genitori, il Collegio ha osservato che *“la domanda dei ricorrenti [i.e. i genitori delle odierne Ricorrenti; n.d.r.] può essere valutata solo nella misura in cui essa si riferisce alle azioni acquistate o sottoscritte dai ricorrenti medesimi”*, con esclusione, dunque, *“delle azioni acquistate dalle figlie dei ricorrenti”*, che, all’epoca, non figuravano tra i soggetti che avevano presentato ricorso.

2. L’Intermediario ha prodotto copia dei questionari di profilatura sottoscritti congiuntamente dalle Ricorrenti e dai loro genitori in date 28.11.2007, 20.12.2010 e 6.7.2016. Tali questionari, che presentano l’anomalia di rappresentare cumulativamente le informazioni relative alle Ricorrenti ed ai loro genitori, sono gli stessi che il Collegio ha avuto già modo di esaminare in occasione dell’esame del ricorso n. 122, presentato dai genitori delle Ricorrenti e su cui è stata assunta la menzionata decisione n. 35 del 4 agosto 2017, alla quale il Collegio ritiene, per quanto di ragione, di dare in questa sede continuità.

Ai fini della valutazione di adeguatezza, in relazione alle operazioni del 2007 e del 2008 rileva la profilatura del 28.11.2007, mentre in relazione alle operazioni del 2012, 2013 e 2014 rileva la profilatura del 20.12.2010.

Rispetto alle operazioni del 2007 e del 2008, si ritengono valide anche per le odierne Ricorrenti le valutazioni a suo tempo formulate dal Collegio nella decisione n. 35 del 2017, in base alle quali la sottoscrizione/acquisto delle azioni emesse dall’Intermediario erano, al tempo, non adeguati al profilo di rischio delle Ricorrenti, che avevano espressamente dichiarato l’obiettivo di *“proteggere nel tempo il capitale investito e ricevere flussi di cassa periodici [...] anche contenuti, costanti e prevedibili”*, nonché l’indisponibilità a sopportare alcuna perdita.

Anche rispetto alle operazioni del 2012, 2013 e 2014, persistono le considerazioni svolte nella citata decisione dell’Arbitro che, rilevando come il profilo di rischio risultante dal questionario di profilatura del 2010 era significativamente più elevato di quello rappresentato nella profilatura del 2007, ha nondimeno evidenziato che la profilatura del 2010, incentrata sostanzialmente su un sistema di autovalutazione, appariva scarsamente

indicativa del reale profilo di rischio dell'investitore, ed ha altresì ritenuto significativa la circostanza che, dalla successiva profilatura del luglio 2016 (la quale, in ottemperanza alle Linee Guida ESMA del 2012, non si affidava più esclusivamente all'autovalutazione da parte della clientela), emergeva un profilo di rischio diverso da quello medio-alto rappresentato nel questionario del 2010, e, piuttosto, coerente con quello conservativo rappresentato nel questionario del 2007. Inoltre, dal questionario del 2016 si evinceva che i sottoscrittori dello stesso ignoravano sia il concetto di diversificazione del rischio sia quello di illiquidità del prodotto.

Le critiche formulate dall'Intermediario a tali valutazioni non sono condivisibili.

Non coglie anzitutto nel segno l'osservazione secondo cui il Collegio avrebbe censurato il questionario di profilatura del 2010 sulla base di disposizioni sopravvenute, ovvero le Linee Guida dell'ESMA emesse nel 2012. Dalla citata decisione emerge infatti che le Linee Guida dell'ESMA non sono state richiamate come parametro valutativo della correttezza del questionario del 2010, bensì per evidenziare che il questionario del 2016, sottoscritto successivamente all'emissione di dette Linee Guida (che contenevano, tra l'altro, più chiare indicazioni in tema di autovalutazione e controlli di coerenza), aveva restituito un profilo di rischio diverso da quello emerso nel 2010 e coerente con quello più conservativo rappresentato nel questionario del 2007.

Né appare condivisibile l'osservazione dell'Intermediario secondo cui questo Arbitro avrebbe invocato impropriamente il questionario del 2016 per “*modificare retroattivamente*” le dichiarazioni rese dalle Ricorrenti in precedenza, senza tenere conto dell'interesse delle Ricorrenti (ormai intenzionate a vendere le azioni) a far emergere un profilo più conservativo. Il Collegio non ha affatto valutato l'adeguatezza delle operazioni effettuate nel 2012, 2013 e 2014 alla luce del questionario del 2016, ma ha piuttosto inteso trarre dall'analisi di tutte le profilature succedutesi nel tempo elementi utili a valutare l'attendibilità delle informazioni contenute nel questionario del 2010.

Permane, pertanto, la responsabilità dell'Intermediario a tale titolo.

3. Relativamente alle operazioni poste in essere prima del 2007, l'Intermediario non ha formulato allegazioni, né prodotto documentazione atta a comprovare il rispetto degli obblighi informativi.

Avuto riguardo alle operazioni successive e, in particolare, alle adesioni agli aumenti di capitale del 2007 e del 2013, nonché alla domanda di aumento della quota sociale della prima Ricorrente del 10.6.2008, l'Intermediario ha prodotto copia delle schede di adesione sottoscritte.

Dalle schede di adesione all'aumento di capitale del 2007 emerge che le Ricorrenti hanno dichiarato di accettare il contenuto del prospetto e di avere preso visione del capitolo "Fattori di Rischio" del prospetto medesimo, nonché sottoscritto l'autorizzazione al compimento dell'operazione, in cui risultava indicata l'esistenza di un conflitto di interessi.

Nella domanda di aumento della quota sociale sottoscritta il 10.6.2008 dalla prima Ricorrente, quest'ultima ha dichiarato di conoscere e accettare le disposizioni contenute nello statuto sociale e di assumere tutti gli obblighi relativi alla qualità di socio, ed ha sottoscritto la presa d'atto circa l'esistenza, la natura e l'estensione del conflitto di interessi che l'Intermediario aveva nell'operazione.

Relativamente all'aumento di capitale del 2013, le relative schede di adesione recano le dichiarazioni delle Ricorrenti di essere a conoscenza che le obbligazioni convertibili erano disciplinate dal relativo regolamento, di essere a conoscenza della disponibilità del prospetto e del predetto regolamento, di avere esaminato i rischi tipici relativi all'emittente ed al settore nel quale questi opera nonché relativi all'investimento nelle azioni e nelle obbligazioni convertibili, nonché di essere a conoscenza dell'esistenza di un conflitto di interessi in capo all'Intermediario.

Risultano inoltre versate in atti le autorizzazioni, sottoscritte dalle Ricorrenti, a dar corso all'operazione nonostante il superamento della soglia del 75% di concentrazione in strumenti finanziari emessi dal medesimo emittente.

Dalla documentazione prodotta risultano essere state sottoscritte dalle Ricorrenti anche la “*Policy di valutazione di adeguatezza nella prestazione del servizio di consulenza*” e le “*schede prodotto*” riferite alle azioni e alle obbligazioni oggetto della sottoscrizione. Le suddette schede riportavano informazioni di dettaglio relative, tra l’altro, all’indicatore sintetico di rischio (“*medio*” per entrambi gli strumenti), all’orizzonte temporale di investimento (“*medio-lungo*”) ed alle modalità di smobilizzo ed evidenziavano, sia per le azioni che per le obbligazioni, l’assenza di quotazione in un mercato regolamentato o equivalente, rimandando alla strategia di esecuzione e trasmissione degli ordini dell’Intermediario, senza tuttavia fornire una precisa indicazione circa la loro liquidità/illiquidità.

Sempre in relazione all’adesione all’aumento di capitale del 2013, l’Intermediario ha prodotto anche le “*Raccomandazioni personalizzate*” fornite alle clienti nell’ambito del servizio di consulenza, in cui veniva segnalata l’adeguatezza dell’esercizio del diritto di opzione e di prelazione sulla base delle informazioni dalle medesime fornite. Dette raccomandazioni recano la sottoscrizione della sola madre delle Ricorrenti.

Senonché, ritiene il Collegio che tali documenti non valgano ad esonerare del tutto l’Intermediario da responsabilità.

Al riguardo, l’ACF ha in più occasioni affermato che l’intermediario è tenuto a dimostrare “in concreto” l’osservanza degli obblighi informativi e, a tal fine, deve dimostrare di non aver assolto a tali obblighi in modo meramente formalistico. In tale prospettiva, è stato rilevato che, ai fini della dimostrazione del diligente assolvimento di detti obblighi, non è sufficiente la dichiarazione del cliente di “*aver preso visione*” della documentazione informativa e di “*aver ricevuto l’informativa sui rischi dell’investimento*”, ma è necessario che l’intermediario provi di aver adempiuto nella loro effettività a tali obblighi, essendo tenuto a fornire al cliente tutte le informazioni necessarie al fine di consentirgli di valutare le caratteristiche dell’operazione e da ciò farne scaturire consapevoli scelte d’investimento (*ex multis*, decisione ACF 418 del 7 maggio 2018).

Nella medesima ottica, si collocano le decisioni con cui il Collegio ha chiarito che la mera consegna o la dichiarazione del cliente di aver preso visione del Documento di Registrazione, della Nota Informativa, della Nota di Sintesi e dei Fattori di Rischio non è sufficiente (ad eccezione che per l'investimento in OICR aperti *ex art. 33* del Regolamento Intermediari n. 16190/2007) a far ritenere di per sé assolto l'obbligo informativo gravante sull'intermediario, non potendosi ritenere *“in via automatica che il Prospetto d’Offerta sia ‘idoneo ad adempiere agli obblighi informativi previsti dagli articoli 31 e 32 del Regolamento Intermediari’”,* trattandosi di *“documento [...] predisposto dal soggetto che in qualità di emittente intende offrire al pubblico indistinto i propri strumenti finanziari, pubblico verso il quale opera in regime di parità di trattamento”* e, dunque, *“di informazione che viene fornita a cura dell’emittente [...] per ridurre le asimmetrie informative e consentire scelte di investimento consapevoli da parte di una generalità di interessati”*. Al contrario - ha evidenziato il Collegio - *“gli obblighi informativi degli intermediari verso i propri clienti si inseriscono in un quadro normativo differente, la cui pietra angolare risiede proprio nella capacità di ‘servire al meglio l’interesse’ del cliente, adattando la prestazione erogata in ragione delle specifiche caratteristiche del contraente”* (cfr., *ex multis*, decisione ACF n. 489 del 30 maggio 2018).

4. Con riferimento alla natura illiquida delle azioni, dall'analisi dei *“movimenti e saldi”* del *dossier* titoli prodotti dall'Intermediario risulta che, prima del 31.12.2010, essi non recavano alcuna informazione sui rischi delle azioni ivi depositate; che, dal 31.12.2010 al 30.6.2012, la rischiosità delle azioni era indicata come *“bassa”*, senza alcun riferimento alla loro natura illiquida ed al presumibile valore di smobilizzo che, come si legge nei moduli in questione, era indicato *“solo per i titoli illiquidi”*; che, dal 31.12.2012 al 30.6.2015, la rischiosità delle azioni e, ove presenti in deposito, dei diritti e delle obbligazioni convertibili, risultava indicata come *“media”*, senza alcun riferimento, anche in tal caso, alla natura illiquida dei prodotti in questione ed al loro presumibile valore di smobilizzo; che, a partire dal 31.12.2015, la rischiosità delle azioni risulta indicata come

“*medio-alta*”, compare la dicitura “*titoli illiquidi*”, ma continua a non essere indicato, ciò nonostante, il presumibile valore di smobilizzo; e che, solo a partire dal 30.6.2016, gli estratti conto riportavano anche la dicitura “*strumenti finanziari soggetti a bail-in*”.

Pertanto, con riferimento alle operazioni a cui risulta applicabile *ratione temporis* (successive al 2009), deve ritenersi che l’Intermediario non abbia rispettato i doveri di cui alla Comunicazione Consob n. 901904/2009; circostanza, questa, implicitamente ammessa dallo stesso Intermediario, laddove ha affermato che le proprie azioni, al momento delle predette operazioni, non erano state classificate come “*illiquide*”, senza tuttavia fornire prove decisive in merito alla natura liquida delle stesse.

5. Passando alla liquidazione dei danni, per la prima Ricorrente devono considerarsi le operazioni poste in essere dal 21.12.2007 in avanti - dovendosi rilevare per quelle precedenti l’interenuto decorso del termine di prescrizione decennale - le quali hanno comportato il possesso di una quota azionaria complessiva pari a n. 2.476 azioni ed un esborso, in termini di capitale investito, pari a 20.648,10 euro. Deducendo da tale importo i dividendi (€ 817,52) e le cedole (€ 404,63) percepiti, nonché il valore delle n. 2.476 azioni tuttora detenute ed attualmente quotate sul mercato Hi-MTF, pari a 5.892,88 euro (calcolato in base al valore unitario di 2,38 euro riconosciuto in occasione dell’ultimo contratto concluso il 22 marzo 2019), alla prima Ricorrente deve essere riconosciuta a titolo di danni una somma pari a 13.533,07 euro.

Per la seconda Ricorrente, dovendosi parimenti considerare le sole operazioni poste in essere dal 21.12.2007, le quali hanno comportato il possesso di una quota azionaria complessiva pari a n. 2.396 azioni ed un esborso, in termini di capitale investito, pari a 19.157,40 euro, occorre detrarre da tale importo i dividendi (€ 777,73) e le cedole (€ 403,07) percepiti, nonché il valore delle n. 2.396 azioni tuttora detenute ed attualmente quotate sul mercato Hi-MTF che risulta pari a 5.702,48 euro (calcolato in base al valore unitario di 2,38 euro riconosciuto in occasione

dell'ultimo contratto concluso il 22 marzo 2019), ad essa deve essere riconosciuta a titolo di danni una somma pari a 12.274,12 euro.

PQM

Il Collegio, in accoglimento del ricorso, dichiara l'intermediario tenuto a corrispondere, a titolo di risarcimento danni, alla prima Ricorrente la somma attualizzata di euro 13.844,33, ed alla seconda Ricorrente la somma attualizzata di euro 12.556,42, in entrambi i casi 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, sezione "Intermediari".

Il Presidente
Firmato digitalmente da:
Gianpaolo Eduardo Barbuzzi