



Decisione n. 1709 del 4 luglio 2019

**ARBITRO PER LE CONTROVERSIE FINANZIARIE**

Il Collegio  
composto dai Signori

Dr. G. E. Barbuzzi – Presidente  
Cons. Avv. D. Morgante – Membro  
Prof. M. Rispoli Farina - Membro  
Prof. Avv. G. Guizzi - Membro  
Prof. Avv. G. Afferni – Membro

Relatore: Cons. Avv. D. Morgante

nella seduta del 10 giugno 2019, in relazione al ricorso n. 2237, dopo aver esaminato la documentazione in atti, ha pronunciato la seguente decisione.

**FATTO**

*I. Il Ricorrente, che si dichiara dipendente pubblico in possesso di titolo di studio di ragioniere e perito commerciale, con l'”abitudine a moderati investimenti in titoli azionari emessi da società di forte solidità economico-finanziaria o obbligazioni di stato”, rappresenta di aver sottoscritto nel tempo, stante il rapporto di fiducia con l'Intermediario odierno resistente, azioni emesse dall'Intermediario medesimo, arrivando così a detenere un pacchetto di n. 5.227 titoli. Rispetto a tali acquisti, egli si duole per il fatto che non sono state messe nella sua disponibilità, al tempo, informazioni con riguardo alle caratteristiche dei titoli di che trattasi, acquistati “su*

*espressa sollecitazione..., previa assicurazione circa la immediata alienabilità dei titoli quantomeno al prezzo di collocamento”.*

Nel 2017 il Ricorrente tentava, peraltro senza esito, di alienare tali titoli, seppur ad un prezzo inferiore rispetto a quello d’acquisto, e solo in tale circostanza acquisiva contezza del profilo attribuitogli dall’Intermediario, ricevendo per la prima volta la relativa documentazione contrattuale. Successivamente, egli reiterava più volte l’ordine di vendita, sempre senza successo.

Dopo aver richiamato la normativa di settore che, a suo dire, sarebbe stata violata da controparte, il Ricorrente contesta:

- la nullità degli acquisti precedenti al 2009 per mancanza del contratto quadro e, comunque, la nullità derivata di tutti i successivi acquisti;
- la grave violazione degli obblighi di informazione sia *ex ante* che *ex post* relativamente ai rischi insiti in tali azioni, con particolare riguardo a quelli previsti dalla comunicazione Consob n.9019104 del 2.3.2009 in materia di titoli illiquidi, oltre che delle previsioni in tema di conflitto d’interessi;
- la mancata raccolta delle informazioni sul cliente relativamente all’operazione del 2007 e la mancata valutazione di adeguatezza in occasione dell’acquisto del 2009. Con riferimento alle operazioni del 2013, 2014 e 2015, evidenzia come le stesse fossero inadeguate;
- la violazione dell’art. 46 del Regolamento Intermediari, per la mancata raccolta del consenso preliminare esplicito dell’investitore all’esecuzione degli ordini al di fuori di un mercato regolamentato o di un sistema multilaterale di negoziazione;
- la predisposizione unilaterale del questionario Mifid 2015, a suo dire contenente informazioni non rispondenti al vero.

2. L’Intermediario, in sede deduttiva, anzitutto ricostruisce i rapporti intrattenuti con l’odierno Ricorrente, quale titolare di un contratto quadro relativo al servizio di deposito a custodia e/o amministrazione di titoli e strumenti finanziari sottoscritto nell’aprile 1997, a cui faceva seguito nel 2009 e nel 2012 la sottoscrizione di ulteriori 2 contratti. Quanto agli investimenti posti in essere dal cliente odierno Ricorrente, il convenuto ricostruisce in dettaglio le operazioni

poste in essere su propri titoli (azioni e obbligazioni convertibili) nel periodo ottobre 2007/settembre 2015, per poi dichiarare che in base ai questionari MiFid sottoscritti dal 2007 al 2016 (in tutto 5), il predetto cliente è risultato in possesso di un profilo di rischio prima medio-alto e poi medio, con un'esperienza finanziaria medio-alta ovvero solo media.

Quanto al merito della controversia, Parte Resistente dichiara che:

- il cliente, in occasione delle operazioni d'investimento poste in essere, ha ricevuto un set informativo e documentale adeguato, essendo stato altresì informato del conflitto d'interessi in cui versava controparte. Infatti, al momento dell'adesione alla compagine societaria, il Ricorrente ha sottoscritto apposita domanda dichiarando espressamente *“di conoscere ed accettare tutte le disposizioni contenute nello Statuto Sociale”* e di aver preso atto del conflitto d'interessi nell'operazione. In occasione della sottoscrizione degli aumenti di capitale 2007, 2009, 2013 e 2014 il medesimo ha potuto acquisire conoscenza del contenuto del prospetto informativo relativo all'operazione, con particolare riferimento ai relativi rischi specifici;
- nei questionari di profilatura, in linea con gli orientamenti Esma, è stata più volta riconfermata la conoscenza in materia e la propensione al rischio medio-alta del cliente;
- il titolo oggetto del ricorso era al tempo classificato a *“rischio basso”* e, pertanto, ampiamente sottoscrivibile dal cliente, avendo *“... un grado di liquidità sicuramente maggiore rispetto a quello assunto al momento dell'ordine di cessione”*;
- il profilo di rischio attribuito ad uno strumento finanziario non è statico ma dinamico *“... e la rischiosità del titolo è prima passata da rischio “basso” a “medio” e, poi, nel secondo semestre 2015, da “medio” a “medio-alto”, così come rilevasi dagli estratti conto titoli”*;
- il cliente, ad ogni buon conto, nel corso degli anni ha incassato a titolo di dividendi l'importo di € 1.395,57, avendo investito altresì in titoli obbligazionari emessi dalla Banca, incassando cedole per importi rilevanti:

- con riguardo alla contestata violazione della comunicazione Consob sugli illiquidi, ribadito che i propri titoli, al momento delle operazioni oggi in esame, non erano classificati come illiquidi, rileva che le informazioni relative al grado di liquidità sono state tutte comunque prospettate al cliente, informato anche delle regole di funzionamento del “Sistema di negoziazione interno” della Banca che, oltretutto, non ha mai assunto impegni in merito a qualsivoglia riacquisto dei propri titoli, ovvero in merito alla tempistica di liquidazione;
- per quanto attiene alla non ancora intervenuta cessione delle azioni – ritenuta dal Resistente la motivazione principale del ricorso – essa non può essere ricondotta ad un inadempimento contrattuale, essendo le azioni in contestazione negoziate dal 30 giugno 2017 sul sistema multilaterale di negoziazione Hi-Mtf; azioni che, in precedenza, venivano trattate su un “Mercato Interno” istituito dall’Intermediario medesimo, allo scopo esclusivo di facilitare l’incontro tra domanda e offerta dei titoli azionari, senza tuttavia obblighi ulteriori in capo alla Banca stessa e presso il quale sono risultati trattati gli ordini di cessione inseriti sino all’8.7.2015;
- nel caso specie risulta solo che il cliente, in data 10.07.2018, abbia conferito ordine di cessione di nr. 5.227 azioni, al prezzo di € 7,50, rimasto attivo sino al 08.09.2018, dopo di che egli non risulta aver conferito nuovi ordini di cessione.

#### **DIRITTO**

**1.** Stanti le evidenze disponibili in atti, l’eccezione di nullità ex art. 23 TUF presentata dal Ricorrente con riferimento agli acquisti operati prima del 2009 (per n. 1.145 azioni) per mancanza del relativo contratto quadro, non può che essere accolta, constando che il primo contratto quadro tra le parti è stato sottoscritto, appunto, solo nel 2009.

**2.** Con riferimento, poi, alle contestazioni relative alla mancata informativa in occasione delle operazioni d’investimento di che trattasi, l’Intermediario non risulta, in base alla documentazione versata nel fascicolo istruttorio, aver congruamente assolto

all'onere di provare di aver, invece, operato in conformità al quadro normativo di settore.

In particolare, in occasione della prima operazione del 2007, tra l'altro in vigore del più rigoroso Regolamento n. 11522 del 1998, l'Intermediario non ha fornito la prova di aver informato il Ricorrente circa le caratteristiche ed i rischi insiti nelle azioni di che trattasi, risultando dal modulo d'ordine solo che il cliente dichiarava di conoscere ed accettare le disposizioni contenute nello statuto sociale e di assumere tutti gli obblighi relativi alla qualità di socio. Sul punto è noto che il rinvio alle norme statutarie contenuto nel citato modulo sottoscritto dal Ricorrente in sede di domanda di ammissione a socio non può ritenersi sufficiente ad assolvere gli obblighi informativi, come più volte affermato da questo Collegio (cfr., tra le tante, decisione n. 327 del 16 marzo 2018).

Con riferimento agli ulteriori acquisti, il cliente risulta aver sottoscritto i relativi moduli di partecipazione alle operazioni, contenenti: *i*) le dichiarazioni di conoscenza e presa visione della documentazione pubblicata ai sensi di legge per tale tipologia di operazioni (ad es. Prospetto, Regolamento del Prestito, i Fattori di Rischio relativi all'emittente e ai titoli) e *ii*) la presa d'atto della presenza di una situazione di conflitto di interesse. Anche sul punto può richiamarsi un oramai consolidato orientamento di questo Collegio, nel senso che l'intermediario deve porsi in condizione di dimostrare di non aver assolto agli obblighi informativi in modo meramente formalistico; con l'effetto 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, dovendo fornire al cliente tutte le informazioni necessarie al fine di consentirgli di valutare le caratteristiche dell'investimento e da ciò farne scaturire consapevoli scelte d'investimento (cfr., in tal senso, tra le tante, decisioni nn. 11, 34, 155 del 2017).

Con specifico riferimento all'aumento di capitale del 2013 risulta, invero, presente in atti una "scheda prodotto" che evidenzia per le azioni e le obbligazioni un indicatore sintetico di rischio "medio" e un orizzonte temporale dell'investimento "medio-

lungo”. E, tuttavia, la scheda prodotto, pur essendo in linea generale una corretta modalità per assolvere gli obblighi informativi ex art. 31 del Regolamento Intermediari, nel caso di specie non risulta idonea ad assolvere a tale scopo, con particolare riguardo al rischio di illiquidità e alla rappresentazione che di esso doveva essere data secondo quanto previsto nella comunicazione sugli illiquidi del 2009. Le informazioni contenute in essa, infatti, non consentono una corretta rappresentazione del rischio di illiquidità sotteso allo strumento, e dunque di difficile smobilizzo, illustrando anzi un meccanismo di vendita dei titoli tale da poter indurre l’investitore a confidare, del tutto in buona fede, nell’effettiva possibilità di liquidazione.

Relativamente all’acquisto del 2014, risulta sì consegnata una scheda prodotto ma anche in tal caso il documento in atti non contiene una corretta informativa circa l’illiquidità del prodotto finanziario, in quanto viene dichiarato che “*nessun ordine di vendita è stato evaso con tempi di attesa superiori a 90 giorni*”, ingenerando così l’evidente aspettativa di poter eventualmente uscire dall’investimento in tempi rapidi.

Per quanto attiene, infine, alle 3 operazioni di acquisto del 2015, in atti sono presenti solo gli ordini di acquisto, che non contengono alcun elemento informativo sui titoli stessi.

Per quanto attiene, poi, all’informativa *ex post*, negli estratti conto trasmessi al Ricorrente e versati in atti, la rischiosità delle azioni oggetto di contestazione è stata qualificata “media” fino al 30.06.2015 (analoga peraltro alle obbligazioni subordinate), senza nessun tipo di indicazione in termini di liquidità, e solo a partire dal 31 dicembre 2015 la rischiosità viene qualificata come “medio-alta” e compare la definizione di “titolo illiquido”.

3. Quanto alla doglianza relativa all’inadeguatezza degli investimenti rispetto al reale profilo di rischio del cliente, con riferimento alle prime tre operazioni non risulta dalla documentazione in atti l’effettuazione di qualsiasi valutazione di adeguatezza/appropriatezza, con l’effetto che l’Intermediario non ha addotto alcuna prova di essersi comportato diligentemente ed in conformità alla normativa di riferimento.

Le successive operazioni di acquisto – ad eccezione dell’adesione all’aumento di capitale 2014, per la quale non vi è specifica documentazione di riferimento –

risultano, invece, essere state oggetto di raccomandazione personalizzata e, quindi, consigliate dalla Banca, che ha sempre ritenuto le proprie azioni adeguate al cliente.

Al riguardo si rileva, tuttavia, che il questionario di riferimento del 2012 presentava delle palesi incongruenze per quanto attiene, tra l'altro, all'esperienza, avendo il cliente inopinatamente dichiarato di non aver mai investito in azioni, nonostante i numerosi acquisti precedentemente realizzati.

Desta, poi, perplessità il fatto che la valutazione di adeguatezza abbia continuato ad avere esito positivo anche in occasione degli ultimi acquisti, considerato il crescente livello di concentrazione su titoli dello stesso emittente evidenziata dallo stesso Intermediario già a partire dall'aumento di capitale del 2013, allorquando veniva fatto firmare al cliente un documento in cui si dava conto del superamento della soglia del 45% di concentrazione e il cliente autorizzava a dar corso, comunque, all'operazione. A fronte di una tale progressiva concentrazione era obbligo dell'Intermediario non solo darne conto, quanto piuttosto sconsigliare il reiterare di una tale operatività, in quanto non adeguata.

Infine, anche l'errata profilatura del prodotto finanziario inficia la valutazione di adeguatezza. Infatti, la corretta profilatura del prodotto si pone, in generale, come necessario presupposto logico della valutazione di adeguatezza in quanto l'intermediario solo avendo preventivamente effettuato una congrua profilatura del prodotto, e in particolare dei rischi ad esso sottesi, può pervenire ad una corretta valutazione circa la sua coerenza con il profilo di rischio del cliente. Di conseguenza, l'intermediario che presta consulenza non può prescindere da una previa corretta valutazione delle caratteristiche concrete dello strumento proposto.

Nel caso di specie, la valutazione delle azioni in parola fino a giugno 2015 come titoli a rischio "medio", al pari ad esempio di alcuni BTP detenuti dal cliente, è già stata oggetto di analisi critica da parte di questo Collegio, "*...trattandosi comunque di quote di capitale di rischio e anche di strumenti illiquidi, che espongono quindi il cliente non solo alla perdita dell'intero capitale investito ma, altresì, al rischio di non riuscire a disinvestire in tempi ragionevoli.* (cfr., *ex multis*, decisione n. 692 del 27 luglio 2018).

4. Le suesposte inadempienze dell'Intermediario, afferenti al momento genetico delle operazioni, sono meritevoli di ristoro quanto ai danni prodotti e assorbenti rispetto alle doglianze riguardanti le difficoltà di smobilizzo e la mancata cessione delle azioni oggetto di contestazione.

Venendo, quindi, alla quantificazione del danno occorso, il Ricorrente chiede a titolo di risarcimento/restituzione la cifra di € 44.788,05, quantificazione che va ritenuta pacifica tra le parti anche in considerazione del fatto che l'Intermediario non ha prodotto repliche sul punto, avendo chiesto solo di detrarre i dividendi percepiti, per un ammontare complessivo di euro 1.395,57.

Ricostruiti gli acquisti posti in essere nei termini dianzi evidenziati, per le prime due operazioni poste in essere in assenza di contratto quadro il Ricorrente ha diritto alla restituzione di quanto corrisposto per € 9.213,00, oltre agli interessi ex art. 2033 c.c. Inoltre, il Ricorrente non è tenuto a restituire i dividendi *pro-quota* incassati in quanto percepiti in buona fede.

Per i restanti acquisti deve essere riconosciuto il risarcimento del danno, pari a quanto investito che, al netto della rivalutazione monetaria, si attesta a € 33.253,65, da cui vanno decurtati i dividendi incassati, pari ad € 719,43,00.

Va, poi, tenuto conto che il Ricorrente continua a detenere i titoli di cui trattasi (per n. 5.227 azioni ordinarie e n. 665 *cum bonis*), alcune di esse assegnate a titolo gratuito in conseguenza delle operazioni contestate. Trattasi di azioni negoziate sull'“HI-MTF” ad un valore a data corrente pari a € 2,38 per azione. Conseguentemente, occorre considerare l'attuale valore di n. 4.231 di azioni (al netto, infatti, di quelle oggetto di dichiarazione di nullità) e non contestate (516 rinvenienti dalla conversione delle obbligazioni), il cui controvalore risulta essere pari a € 10.069,78, importo da scomputare dal risarcimento, al pari dei dividendi già sopra citati.

In conclusione, il Ricorrente ha diritto di essere ristorato del danno occorso in misura pari a € 32.575,29, somma già rivalutata per la componente risarcitoria sopra riconosciuta, oltre agli interessi legali dalla data della presente decisione sino al soddisfo.

**PQM**



Il Collegio, in accoglimento del ricorso, dichiara l'Intermediario tenuto a corrispondere a Parte Ricorrente la somma complessiva di € 32.575,29, 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