



Arbitro per le Controversie Finanziarie

Decisione n. 1797 del 6 agosto 2019

## **ARBITRO PER LE CONTROVERSIE FINANZIARIE**

Il Collegio  
composto dai Signori

Dott. G. E. Barbuzzi - Presidente  
Prof. M. Rispoli Farina - Membro  
Cons. Avv. D. Morgante - Membro  
Prof. Avv. G. Guizzi - Membro  
Prof. Avv. V. Farina – Membro supplente

Relatore: Prof. Avv. V. Farina

nella seduta dell'1 luglio 2019, in relazione al ricorso n. 2525, dopo aver esaminato la documentazione in atti, ha pronunciato la seguente decisione.

### **IN PUNTO DI FATTO**

Parte ricorrente lamenta:

- *“l’invalidità di tutti gli acquisti dei titoli della Banca convenuta per mancanza della forma scritta ad substantiam del contratto di deposito, amministrazione e negoziazione titoli”*, prevista dall’art. 23 del d.lgs. n. 58/98 (“TUF”) e dell’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.

Svolta una ricognizione generale sia della normativa applicabile sia delle pronunce adottate in tale ambito dagli organi giurisdizionali, dall'Arbitro e dall'Ombudsman bancario, il Ricorrente asserisce che l'Intermediario avrebbe:

- o *“omesso di raccogliere correttamente ed adeguatamente tutte le informazioni necessarie ai fini dell'investimento, sia in relazione all'esperienza e conoscenza, sia in relazione agli obiettivi di investimento”*. In particolare, parte Ricorrente rappresenta l'assenza di competenze specifiche in ambito finanziario, non avendo mai svolto *“una professione in grado di fornirgli una, anche minima, conoscenza ed esperienza nel settore”*;
- o omesso l'adozione delle *“precauzioni organizzative dovute in materia di conflitti di interesse e di informare [...] il cliente sia della fonte del conflitto di interessi, ma soprattutto della politica adottata in tale delicata materia”*;
- o evitato di fornire *“un'informazione adeguata in concreto”*, avendo non solo *“omesso di consegnare [...] la documentazione prevista dalla legge”* ma anche informazioni circa i *“rischi rilevanti a cui andava incontro [...] elementi fondamentali per un acquisto consapevole”*;

Parte ricorrente lamenta, ancora:

- l'inadempimento degli obblighi sanciti dagli artt. 40, 41 e 42 del Regolamento Intermediari nella misura in cui l'Intermediario 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 agli odierni ricorrenti”*, di cui si evidenzia che *“non possedevano un'adeguata competenza in materia”* e di cui si ribadisce che *“non hanno mai svolto una professione in grado di fornirgli una , anche minima, conoscenza ed esperienza nel settore”*, precisando che

entrambi i Ricorrenti svolgono la professione di commessi ed hanno “*come titolo di studio la licenza di terza media*”;

- l’inadeguatezza dell’operatività in dicorso per eccesso di concentrazione nel proprio portafoglio “*laddove il 100% nel dossier cointestato ed il 90% del dossier intestato solo alla Sig.ra [...] è stato fatto impiegare solo in titoli della Banca*”;
- l’inadempimento degli obblighi indicati nella Comunicazione Consob n. 9019104 del 2 marzo 2009 “*né ex ante né nella fase successiva al compimento dell’operazione*” (“*la Banca ha altresì inadeguatamente segnalato il livello di rischio delle proprie azioni, indicato ancora nel dicembre 2014, solo come “medio” e, sino al 30.6.2015 [...] non ha mai provveduto a segnalare la natura illiquida dei titoli*”), nonché la mancata adozione di “*tutti gli strumenti idonei a consentire un’effettiva valutazione dell’inadeguatezza e inappropriatazza dei prodotti venduti rispetto al profilo di rischio degli odierni ricorrenti (con un profilo di rischio reale assolutamente basso)*”.
- la “*violazione dell’ordine cronologico delle vendite e dell’art. 49 del Reg. Consob n. 16190/2007*” adducendo che “*quantomeno a livello indiziario*” la Banca avrebbe dato corso ad ordini di vendita impartiti successivamente ai propri, rimasti inevasi, ricordando l’intervenuto svolgimento di alcune aste in cui “*alcuni azionisti di rilievo sarebbero [...] riusciti a vendere le proprie azioni, scavalcando l’ordine cronologico*”;
- conclusivamente, formula domanda di ristoro in misura pari a € 25.626,17 per il Ricorrente marito e a € 62.364,32 per la Ricorrente moglie.

2. L’Intermediario, dal suo canto, dopo aver rappresentato che parte Ricorrente risulta titolare “*di dossier titoli, in contestazione [...] dal 20 settembre 2010*”, precisa che “*la Sig.ra [...] in data 29.08.2011, sottoscriveva [ulteriore] dossier titoli*” ed indica le operazioni d’investimento effettuate. Tale ricostruzione coincide con quella svolta da parte Ricorrente.

Inoltre, l’Intermediario indica che a parte Ricorrente sono stati sottoposti i seguenti Questionari di profilatura:

Data	Profilo di rischio	Esperienza Finanziaria
20/09/2010	n.d.	n.d.
29/08/2011 (solo moglie)	n.d.	n.d.
11/01/2016	Medio – basso	Medio – Bassa

Nel merito, la Banca controbatte alle doglianze di arte attorea relativa alla propria *“presunta responsabilità contrattuale e precontrattuale”*, adducendo che, nelle domande di ammissione alla compagine societaria, parte Ricorrente dichiarava espressamente *“di conoscere ed accettare le disposizioni contenute nello statuto sociale e di assumere tutti gli obblighi relativi alla qualità di socio”*. Inoltre, in data 28.12.2012, la Ricorrente moglie, all’atto di adesione all’aumento di capitale 2013, dichiarava, tra l’altro, *“di essere a conoscenza del conflitto di interessi che aveva la Banca [...] nell’operazione, essendo la stessa sia emittente che offerente delle azioni”*, mentre, all’atto di adesione all’aumento di capitale 2015, il Ricorrente marito dichiarava *“di aver esaminato, in particolare, i rischi tipici relativi all’emittente [...] nonché relativi all’investimento [...], di aver ricevuto [...] letto e compreso le schede prodotto [...]; di aver preso conoscenza e di accettare senza riserva i termini e le condizioni dell’offerta illustrate nel prospetto.”*

La Banca rappresenta, poi, di aver adeguatamente raccolto le informazioni utili alla profilatura di parte Ricorrente sulla base della normativa applicabile *ratione temporis* e, ritenendo che le risposte fornite fossero del tutto coerenti con gli strumenti finanziari sottoscritti, asserisce che nessuna contestazione possa essere mossa sotto tale aspetto. Ancora, premesso che il profilo di rischio di uno strumento finanziario *“non è statico ma dinamico”*, sostiene che *“al momento della sottoscrizione, il titolo [...] fosse classificato “rischio basso”, quindi ampiamente sottoscrivibile”* da parte Ricorrente, la quale *“autorizzava ed espressamente richiedeva l’operazione”*. L’intermediario ricorda, inoltre, che la *policy* seguita per valutare la rischiosità degli strumenti del Gruppo di appartenenza *“fatto salvo il maggior patrimonio informativo disponibile, segue l’approccio previsto per tutti gli altri strumenti finanziari”* e *“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”, rilevando poi come lo stesso “ha assunto un rischio di liquidità più elevato nel 2015 e 2017”, ma che, a tal proposito, “le informazioni relative al grado di liquidità erano, in ogni caso, state tutte prospettate ai clienti.”*

Relativamente all'asserita violazione delle regole contenute nella Comunicazione Consob n. 909104/2009 sui titoli illiquidi, la Banca rappresenta preliminarmente che i titoli *“al momento della sottoscrizione, non erano classificati come illiquidi”*, ricordando che la liquidità dei propri titoli azionari era assicurata dal proprio sistema di negoziazione interno, dal cui avvio *“i tempi medi di evasione delle richieste di cessione sono inferiori a 90 giorni”*.

La Banca sostiene, ancora, che *“le negoziazioni successive all'ultimo aumento di capitale del 2015, nonché quelle tenutesi nel 2016 e fino alla sospensione del febbraio 2017 per il successivo passaggio al mercato Hi-MTF, hanno registrato via via in misura crescente il dilatarsi dei tempi di evasione degli ordini di cessione a causa del sensibile incremento delle richieste di vendita e della decisa contrazione delle richieste di acquisto”*.

A conferma di quanto testè riportato, la Banca riporta in una tabella *“l'esito di tutte le aste tenutesi dalla riapertura del mercato, a seguito della definizione dell'operazione di aumento di capitale 2014, sino alla chiusura del mercato interno”*; inoltre, fa presente che nella *“informativa contenuta negli estratti conto inviati all'investitore è stato dato atto dell'intervenuto peggioramento del rischio relativo al titolo in esame, da “medio” a “medio-alto”, aggiungendo che “nelle schede di adesione relative all'aumento di capitale promosso dalla Banca nel 2013 si dava atto del fatto che, da un punto di vista statistico, i tempi di smobilizzo delle azioni erano storicamente inferiori ai 90 giorni, ma che tale circostanza non comportava evidentemente alcuna garanzia per il futuro in merito ai tempi di smobilizzo delle azioni medesime”*.

La Banca ritiene di avere *“perfettamente adempiuto”* ai propri obblighi informativi, sottolineando, tra l'altro, come *“l'informativa predisposta e contenuta nel prospetto informativo è certamente l'informativa più dettagliata,*

*completa ed esaustiva che si possa fornire a ciascun singolo investitore rispetto agli strumenti finanziari.”*

Con riguardo, poi, al ritardo nella cessione, rappresenta di aver debitamente informato parte Ricorrente dell'avvenuta ammissione delle proprie azioni sul sistema multilaterale di negoziazione Hi-Mtf e della contestuale disattivazione del sistema di negoziazione interno. Peraltro, mentre ordinariamente il mutamento della sede di negoziazione *“in ragione delle differenti caratteristiche degli ordini”* ne comporta la decadenza, *“al fine di facilitare il passaggio alla nuova sede di negoziazione, ha mantenuto la priorità temporale degli ordini originariamente impartiti nel sistema di negoziazione interno”*.

La mancata esecuzione degli ordini di cessione, quindi, non potrebbe ricondursi all'inadempimento di doveri gravanti sulla Banca su cui ricadrebbe, come indicato nel Regolamento del sistema interno di negoziazione, esclusivamente l'obbligo di assicurare l'evizione *“degli ordini di vendita delle azioni [...] impartiti dai clienti secondo un criterio cronologico”*, considerato che *“in nessuna della documentazione citata né in altra documentazione consegnata alla clientela, si fa riferimento all'impegno assunto dalla Banca ad evadere gli ordini di cessione [...] nel termine massimo di 90 giorni”*.

L'Intermediario richiama, quindi, gli ordini di cessione presentati da parte Ricorrente nel precedente mercato interno, precisando che *“gli ordini non eseguiti sono stati confermati nel mercato Hi.Mtf, ogni qual volta gli stessi giungevano a scadenza”* e rilevando come l'ordine conferito dal Ricorrente marito il 25.08.2017 *“è stato parzialmente eseguito”*, mentre *“gli ultimi ordini formulati il 17.05.2018, da entrambi i coniugi, sono decaduti in data 29.06.2018 e, ad oggi, non sono stati ripresentati”* risultando da ciò *“evidente la motivazione per la quale i ridetti ordini non siano stati eseguiti e, di conseguenza, [...] corretto l'operato della Banca”*.

3. Parte Ricorrente, nelle sue deduzioni integrative:

- controbatte a quanto affermato dalla Banca sull'avvenuta consegna della documentazione informativa rilevando che *“l'obbligo di informazione non è assolto con la mera consegna di documenti che forniscano un'informativa*

*generale dei vari rischi e dei vari prodotti”*; con riferimento a tale aspetto, parte Ricorrente ritiene che *“non risulta in alcun modo provato che la Banca, in tutte le operazioni qui contestate, abbia specificamente informato [...] della natura e delle specifiche caratteristiche del prodotto venduto”* senza, quindi, fornire *“un’informazione adeguata in concreto”*, con particolare riferimento al grado di rischio riconosciuto alle proprie azioni;

- con riferimento alla violazione delle disposizioni contenute nella Comunicazione Consob n. 9019104 del 2 marzo 2009, ribadisce che, negando la natura illiquida delle proprie azioni al momento dell’esecuzione delle operazioni, la Banca avrebbe implicitamente ammesso di non aver *“rispettato i più stringenti obblighi previsti dalla Comunicazione”*; asserisce parte Ricorrente che *“l’ultimo acquisto [...] risulta eseguito [dal Ricorrente marito] sempre in regime di consulenza [...] proprio il 3.6.2015, allorquando il c.d. “mercato interno” era già ingolfato e l’illiquidità e la rischio dei titoli erano ben noti alla banca resistente”*, mentre *“a nulla rileva il sistema di negoziazione interno previsto dalla banca che, comunque, non poteva mai assicurare lo scambio e rendere liquidi titoli che, di certo, non lo erano”*;
- ribadisce che la *“Banca ha completamente omesso di prendere tutte quelle precauzioni organizzative dovute in materia di conflitti di interessi e di informare chiaramente – e per iscritto – il cliente della politica concretamente seguita per ovviare a tale conflitto”*; in merito, il Ricorrente ricorda che la Banca non ha mai consegnato il *“presunto documento denominato ‘sintesi della politica dei conflitti d’interesse’ presente sul sito internet della Banca e richiamato solo per relationem nella scheda di adesione”*;
- con riferimento alla contestata profilatura degli strumenti finanziari emessi dalla Banca e oggetto delle operazioni d’investimento, rileva che controparte, *“sulla base di considerazioni apodittiche, unilaterali e opinabili autonomamente valutava le proprie azioni con un rischio “medio”*, mentre questo Arbitro ha già avuto modo di affermare che detta profilatura *“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”;*

- con riferimento alla propria profilatura, sottolinea che i questionari *“evidenziano chiaramente l’obiettivo di ‘PROTEGGERE nel tempo il capitale investito’ [...] e la disponibilità a perdere ‘SOLO una piccola parte del capitale investito’ [...] il che rivela, indiscutibilmente, un profilo di rischio BASSO [...] e, dunque, palesemente incompatibile con l’acquisto di titoli azionari e obbligazionari convertibili della banca convenuta”*, segnalando poi la presenza di una serie di evidenti criticità e risposte inverosimili e prive di qualsivoglia fondamento fattuale. In particolare, contesta *“tutte le risposte inserite dalla banca nei questionari relative ad una presunta ‘competenza specifica in ambito finanziario in forza degli studi e della professione svolta’, ribadendo che sia la professione svolta (commessi), sia il titolo di studio posseduto (licenza media) comprovano la mancanza di un’adeguata competenza in materia* In relazione al questionario del 2010, cointestato, parte Ricorrente contesta la mancanza di un accordo con i coniugi cointestatari, *“in netta ed evidente violazione dell’Orientamento ESMA n.7”*, ritenendo che la Banca abbia costruito tali questionari *“solo al fine di fare emergere un profilo di rischio “medio” [...] e poter piazzare, in sede di aumento di capitale, agli odierni esponenti le azioni e le obbligazioni subordinate e convertibili”*. Da ultimo, rileva come le risultanze di tali questionari facciano eccessivamente ricorso all’autovalutazione, individuino un orizzonte temporale degli investimenti contraddittorio ed incoerente e si pongano in netto contrasto con la situazione economica del Ricorrente marito, posto in Cassa Integrazione Guadagni nel periodo compreso tra il 2013 e il 2015, rilevando infine come l’ultimo acquisto azionario del Ricorrente marito sia avvenuto *“in assenza di un valido questionario MIFID, atteso che quello cointestato nel 2010 era sicuramente scaduto”;*
- con specifico riferimento all’operazione d’investimento conclusa in occasione dell’aumento di capitale 2013, fa presente che la Ricorrente moglie è stata destinataria, lo stesso giorno, di una raccomandazione d’acquisto e di una



comunicazione d'inadeguatezza dell'operazione d'investimento in ragione dell'eccesso di concentrazione nel proprio portafoglio di titoli emessi dalla Banca; tale condotta viene contestata richiamando precedenti decisioni assunte da questo Arbitro che, in fattispecie analoghe, aveva censurato il ricorso a clausole di stile, nonché il fatto che la tempistica seguita per segnalare tali profili di inadeguatezza avrebbe materialmente impedito al cliente di prendere contezza di tale criticità (oltre a censurare *“l'incongruenza logico funzionale dell'operato dell'intermediario”*);

- ritiene provato che *“le operazioni in parola erano palesemente inadeguate anche sotto il distinto profilo dell'eccesso di concentrazione, atteso che il portafoglio titoli della famiglia [...] risulta interamente e sostanzialmente concentrato SOLO ED ESCLUSIVAMENTE in titoli”* emessi dalla Banca resistente, allegando decisioni di questo Arbitro in cui, tra l'altro, si è avuto modo di precisare che *“ciò denota una concentrazione del portafoglio titoli dei clienti su strumenti propri dell'intermediario/emittente, senza alcuna attenzione per la diversificazione del rischio, in una misura a dir poco sproporzionata rispetto al patrimonio ed alla situazione finanziaria dichiarata dai clienti e davvero poco adeguata rispetto ai loro obiettivi di investimento.”* (Decisione ACF n. 262 del 9 febbraio 2018);
- rinnova la contestazione dell'inadempimento dell'obbligo di gestire e trattare correttamente gli ordini di vendita gravante sull'intermediario ai sensi dell'art. 49 del Regolamento Consob n. 16190/2007, affermando che la Banca non ha fornito *“una necessaria e valida spiegazione [...] delle ragioni legate all'impossibilità di dare corso all'ordine di vendita”* ponendosi in tal modo in contrasto con la normativa di riferimento.

4. L'Intermediario, per parte sua, ha prodotto repliche finali per rappresentare che quanto argomentato, eccepito, avanzato e dedotto da controparte richiama sostanzialmente quando già in precedenza espresso, per il che valgono le considerazioni già espresse.

## DIRITTO

1. Destituita di fondamento è l'eccezione di nullità dei contratti di acquisto: l'Intermediario ha, infatti, depositato in atti copia dei seguenti contratti quadro, non disconosciuti nella memoria integrativa di parte ricorrente: Contratto quadro cointestato del 20.09.2010, riferito a entrambi i ricorrenti; Contratto quadro intestato alla sola ricorrente moglie del 29.08.2011.

2. Con riferimento all'esito dei Questionari di profilatura non assume rilievo in questa sede quello in data 11 gennaio 2016, in quanto redatto successivamente alla conclusione delle operazioni d'investimento oggetto di controversia.

Relativamente al Questionario 2010, esso presenta profili di criticità, nella misura in cui risulta essere stato sottoposto congiuntamente ad entrambi i coniugi, il che ne ha depotenziato grandemente l'attendibilità sotto il profilo informativo, non avendo potuto registrare le ovvie differenze in termini di conoscenze, esperienze e obiettivi di investimento che necessariamente esistono fra soggetti diversi.

Relativamente al Questionario 2011, sottoscritto dalla sola Ricorrente moglie, deve evidenziarsi che lo stesso, pur essendo privo di data, presumibilmente è stato sottoscritto contestualmente alla conclusione del contratto – quadro (in tal senso depono la data stampata al termine delle pagine del Questionario), in cui viene riconosciuto un profilo di rischio “alto”, rilevato *“attraverso la compilazione dell'apposito “Questionario di profilatura”*.

Fatta questa premessa, le operazioni di investimento poste in essere dal Ricorrente marito in data 18/06/2015 risultano essere state effettuate in mancanza di una profilatura di rischio aggiornata in quanto l'ultimo questionario, versato in atti, risale al 20 settembre 2010.

Al riguardo, si rileva che:

- l'articolo 39 del Reg. Intermediari prevede che *“Gli intermediari possono fare affidamento sulle informazioni fornite dai clienti o potenziali clienti a meno che esse non siano manifestamente superate”*;
- gli *“Orientamenti Esma su alcuni aspetti dei requisiti di adeguatezza della direttiva MiFID”*, datati 25 giugno 2012, recano un paragrafo (V.VI) rubricato *“Aggiornamento delle informazioni sui clienti”* in cui viene indicato che, *“Se*

*l'impresa di investimento ha un rapporto continuativo con il cliente, dovrebbe adottare procedure adeguate al fine di conservare informazioni aggiornate e adeguate sul cliente” e che “l'impresa determina spesso il profilo di rischio di investimento del cliente”;*

- *le “Linee Guida ABI per l'applicazione degli Orientamenti ESMA concernenti alcuni aspetti dei requisiti di adeguatezza prescritti dalla MiFID” prevedono che “Rispetto alla frequenza di aggiornamento, gli intermediari devono definire l'intervallo di tempo con il quale procedere periodicamente (c.d. frequenza standard) ad aggiornare le informazioni.”*

Anche se le richiamate disposizioni non prevedano esplicitamente un arco temporale di validità della singola profilatura, sicuramente impongono all'intermediario di definire una tempistica e le modalità relative all'aggiornamento. Sul punto questo Collegio (v. già decisione n. 2 del 5 giugno 2017) ha più volte avuto modo di precisare come gravi sull'Intermediario l'onere di dimostrare di aver rispettato le *policy* interne predisposte, fermo restando l'eventuale valutazione del Collegio sulla congruità di tali presidi.

3. Con riguardo alla profilatura dei titoli offerti, sugli intermediari grava anche un generale obbligo di corretta profilatura dei singoli prodotti finanziari, costituendo ciò un presupposto logico per una corretta valutazione degli stessi rispetto al profilo di rischio del cliente.

In casi analoghi, questo Collegio ha già avuto modo di rilevare che la valutazione dell'Intermediario suscita *“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. Il che, a ben vedere, è ciò che è accaduto nel caso di specie”* (decisione ACF n. 127 del 29 novembre 2017).

Le operazioni di investimento contestate risultano poi complessivamente inadeguate anche in ragione dell'eccesso di concentrazione di strumenti finanziari

emessi dalla Banca nel *dossier* titoli di parte Ricorrente. Sempre questo Collegio sul punto ha precisato: *“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). Si è poi in termini conformi ritenuto come sia *“di chiara evidenza che un dossier titoli composto per la sua interezza di titoli illiquidi è – potrebbe dirsi – di per sé strutturalmente inadeguato”* (Decisione ACF n. 314 del 9 marzo 2018).

Con riferimento alla contestata violazione delle disposizioni contenute nella Comunicazione 9019104/2009, deve preliminarmente rilevarsi come la Banca, non considerando illiquidi i propri titoli azionari, abbia implicitamente riconosciuto di non aver rispettato i più stringenti obblighi ivi previsti.

In merito alla natura illiquida delle azioni emesse dalla Banca, il Collegio in un’analoga occasione ha affermato che *“la difesa del resistente è basata sulla – apodittica – affermazione che tale informativa 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).*

4. L’Intermediario non ha poi fornito elementi atti idonei dimostrare di non aver assolto i propri obblighi informativi in modo meramente formalistico. La formale sottoscrizione di dichiarazioni attestanti la presa visione di documentazione informativa relativa allo strumento finanziario sottoscritto è insufficiente di per sé a far ritenere adeguatamente assolti gli obblighi informativi gravanti sull’Intermediario. Questo Collegio ha sul punto precisato che *“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”* (ACF n. 71 del 6.10.2017).

5. Alla luce delle precedenti considerazioni la censura relativa alla mancata esecuzione dell’ordine di cessione deve ritenersi assorbita, pur dovendosi rilevare la totale assenza di qualsivoglia idoneo supporto probatorio a comprova di quanto asserito, il che sarebbe stato onere di parte ricorrente fornire.

6. L'accertata violazione degli obblighi informativi nei termini sopra delineati, determina l'insorgere dell'obbligo di risarcire il danno.

All'uopo non pare fuor di luogo rammentare in punto di nesso di causalità quella giurisprudenza della S.C. secondo cui il mancato rispetto degli obblighi di informazione comporta un alleggerimento dell'onere probatorio gravante sull'investitore ai fini dell'esercizio dell'azione risarcitoria, non nel senso che il danno dall'inadempimento degli obblighi informativi possa rivelarsi *in re ipsa*, ma in quello più limitato di consentire l'accertamento in via presuntiva del nesso di causalità, qualora l'informazione che avrebbe dovuto essere data all'investitore presenti caratteristiche tali da rappresentare l'esistenza di un rischio particolarmente elevato (v., tra le altre Cassazione civile, sez. I, 20 Marzo 2018, n. 6920). Nel caso che ci occupa alla luce delle caratteristiche presentate dalla fattispecie sottoposta ad esame e, in particolare, del forte rilievo che una comunicazione dalle caratteristiche sopra indicate avrebbe avuto sulle scelte di investimento ricorrente, tale nesso di causalità deve ritenersi sussistente.

Per quanto attiene alla determinazione dell'oggetto del presente ricorso, deve rilevarsi che, come confermato dall'analisi della documentazione agli atti, occorre tenere conto delle operazioni d'investimento sotto indicate.

Ricorrente moglie

- *dossier* titoli monointestato

DATA	TITOLO	Q.TÀ/VAL. NOMINALE	ESBORSO	OPERAZIONE
17/12/2012	Azioni	100	-	Trasferimento da <i>dossier</i> cointestato
24/04/2013	Azioni	2.847 (2.272+525+ 16)	€ 49.583,78 (4.600+ 18.048+ 128+	Aucap 2013
	Obbligazion	26.761	5.450,98+21.206,4	

	i 28/2/18 7% CV		+150,4)	
18/04/2013	Azioni	47	-	Assegnazione gratuita
03/09/2014	Azioni	3.131	-	Conversione
17/05/2016	Azioni	- 1.000	- € 7.462,50	Vendita

- *dossier titoli cointestato*

DATA	TITOLO	Q.TÀ/VAL. NOMINALE	ESBORSO	OPERAZIONE
12/10/2010	Azioni	1.065	€ 10.011,00	Ammissione a socio
24/01/2012	Azioni	300	€ 2.820,00	Aumento quota sociale
04/05/2012	Azioni	27	-	Assegnazione gratuita
17/12/2012	Azioni	-100	-	Trasferimento a <i>dossier</i> mono intestato
19/04/2013	Azioni	25	-	Assegnazione gratuita

#### Ricorrente marito

DATA	TITOLO	Q.TÀ/VAL. NOMINALE	ESBORSO	OPERAZIONE
12/10/2010	Azioni	1.065	€ 10.011,00	Ammissione a socio
24/01/2012	Azioni	300	€ 2.820,00	Aumento quota sociale
04/05/2012	Azioni	27	-	Assegnazione gratuita
19/04/2013	Azioni	27	-	Assegnazione gratuita
18/06/2015	Azioni	1.270	€ 19.831,15 (€12.103,10+ 7.728,05)	AuCap 2015
	Obbligazioni i	7.620		

	30/12/21 6.5%SUB			
03/10/2017	Azioni	- 801	- € 5.260,17	Vendita
10/01/2018	Azioni	97	-	Assegnazione gratuita

Sulla base di tale ricostruzione, la somma complessivamente investita da parte Ricorrente deve considerarsi pari a € 27.401,98 per il marito e a € 54.952,28 per la moglie.

Da tali importi, devono detrarsi le somme percepite a titolo di dividendi, come ricavabili dall'analisi della documentazione agli atti (€ 292,19 per il marito ed € 932,44 per la moglie).

Parimenti oggetto di detrazione sono le somme (€ 2.206,86), risultante dagli atti, come percepiti a titolo di cedole a fronte dell'intervenuta sottoscrizione delle obbligazioni da parte della Ricorrente moglie.

Inoltre, con riferimento alla sottoscrizione delle obbligazioni da parte del Ricorrente marito, essendo tali obbligazioni ancora in possesso del Ricorrente, deve ritenersi assente un danno attuale, considerato che costui potrà ottenere il rimborso della somma investita alla naturale scadenza delle stesse. Non può pertanto computarsi a titolo di danno la somma versata per l'acquisto delle predette obbligazioni (€ 7.728,05), né detratte le somme percepite a titolo di cedole (€ 916,30). Invero, i titoli in parola continuano a remunerare l'investitore a mezzo del distacco della relativa cedola. Né risultano prodromi di possibile mancato rimborso alla scadenza delle stesse

Dall'entità del risarcimento va altresì detratto il valore delle azioni inserite nel *dossier* titoli di parte Ricorrente attualmente quotate sul mercato HI-MTF. Posto che a tali strumenti finanziari è stato riconosciuto il valore unitario di € 2,38 – in occasione dell'ultimo contratto concluso lo scorso 14 giugno – il valore delle 1.985 azioni ancora possedute dal marito è pari ad € 4.724,30, mentre quello delle 6.442 azioni ancora in possesso della moglie è pari ad € 15.331,96.

In conclusione, al Ricorrente marito va riconosciuto un risarcimento pari a € 6.929,39 ed alla Ricorrente moglie un risarcimento pari ad € 36.481,02 che,



entrambi rivaluti, si attestano rispettivamente, ad € 7.130,34 ea € 37.538,97, oltre a interessi sino al soddisfo.

### **PQM**

Il Collegio, in accoglimento del ricorso nei termini sopra delineati, dichiara l'Intermediario tenuto a corrispondere, a titolo di risarcimento danni, le somme rivalutate di € 7.134,34 a favore del ricorrente marito e di € 37.538,97 a favore della ricorrente moglie, oltre a interessi legali sino al soddisfo. 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 € 500,00, 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