



Arbitro per le Controversie Finanziarie

Decisione n. 2160 del 22 gennaio 2020

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 del 20 gennaio 2020, in relazione al ricorso n. 3161, dopo aver esaminato la documentazione in atti, ha pronunciato la seguente decisione.

FATTO

I. Il Ricorrente lamenta un pregiudizio derivante dalla violazione degli obblighi di diligenza, correttezza, informazione e trasparenza nella prestazione del servizio di consulenza da parte dell'Intermediario, con riferimento alla mancanza di adeguate informazioni sulla natura e sui rischi delle azioni e delle obbligazioni emesse dall'Intermediario medesimo, in occasione delle sottoscrizioni avvenute nel periodo dal 2012 al 2014, nonché alla non adeguatezza degli investimenti rispetto al suo profilo, anche in relazione alla concentrazione del proprio portafoglio in tali titoli e alla Comunicazione Consob n. 9019104 del 2/3/2009 in materia di distribuzione

di prodotti finanziari illiquidi. Il Ricorrente lamenta, inoltre, la non adeguatezza dell'operazione di acquisto delle quote di un fondo nel 2014, successivamente liquidate in perdita per circa 6.000,00 euro.

A supporto delle contestazioni mosse, il Ricorrente deduce, tra l'altro, quanto segue:

- a) di avere precedentemente investito soltanto in titoli di stato e *time deposit* e di essere stato indotto alle sottoscrizioni dall'Intermediario, che avrebbe presentato l'investimento come sicuro e senza rischi, rassicurandolo sul fatto che, ai sensi della direttiva MiFID, i titoli oggetto di controversia costituivano un investimento migliore dei titoli di stato e liquidabili in 90 giorni;
- b) la concentrazione del portafoglio ha raggiunto il 75% in titoli dell'Intermediario;
- c) dal questionario MiFID, compilato in data 18/10/2012, emergeva l'intenzione di proteggere nel tempo il capitale investito e la disponibilità ad accettare solo la perdita di una piccola parte del capitale, con un profilo di rischio "medio-basso".

Tanto premesso, il Ricorrente chiede *"la restituzione totale del capitale investito pari a €. 146.952,30, oltre gli interessi legali per la parte dei titoli [dell'Intermediario], mentre per la parte [del Fondo], in quanto prodotto non compatibile con il profilo di rischio, si richiede la restituzione del capitale mancante per l'ammontare di €. 6.063,05"*.

2. L'Intermediario ha resistito con nota del 6 dicembre 2018, in cui, previa ricostruzione dello svolgimento del rapporto intercorso con il Ricorrente, eccepisce tra l'altro:

- a) che in occasione dell'adesione alla compagine sociale e dell'acquisto delle azioni proprie, il Ricorrente ha dichiarato di accettare le disposizioni dello statuto e di essere a conoscenza del conflitto di interessi in cui versava l'Intermediario;
- b) che il *set* informativo e documentale sottoscritto dal Ricorrente è conforme alla normativa di riferimento, avendo lo stesso sottoscritto la scheda di adesione all'aumento di capitale del 2013 e,

nell'occasione, dichiarato di essere a conoscenza del fatto 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 [dell'emittente]”,* nonché *“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; di essere a conoscenza del conflitto di interessi che aveva [l'emittente] nell'operazione, essendo la stessa sia emittente che offerente delle azioni e che, per la gestione di tale conflitto, l'emittente ha posto in essere le misure elencate nell'apposito documento (sintesi della politica dei conflitti di interesse) disponibile anche sul sito [dell'emittente]”.* Il documento, inoltre, conteneva la scheda prodotto in cui erano specificate le caratteristiche dei titoli. Analogamente, anche il *set* informativo e documentale sottoscritto in occasione dell'aumento di capitale 2014 è da ritenersi conforme alla normativa di riferimento;

- c) che il Ricorrente era a conoscenza della tipologia di investimento sottoscritto e le risposte fornite con il questionario di profilatura erano coerenti con i titoli sottoscritti, atteso che al momento della sottoscrizione le azioni erano classificate a rischio “medio”;
- d) che al momento della sottoscrizione i titoli avevano *“un grado di liquidità sicuramente maggiore rispetto a quello assunto al momento dell'ordine di cessione”* ed hanno assunto un rischio di liquidità più elevato nel 2015 e 2017. Con riferimento alla Comunicazione Consob sui prodotti illiquidi, l'Intermediario assume che le sue azioni *“non fossero caratterizzate dal carattere di illiquidità sino a quando tale informazione non è stata resa nota al cliente (con l'estratto conto 2015) avuto riguardo al fatto che dall'avvio del sistema interno, i tempi medi di evasione delle richieste di cessione sono inferiori a 90*

giorni, al netto degli eventuali giorni di sospensione delle negoziazioni nei casi previsti dal Regolamento” e che le negoziazioni successive all’operazione di 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 in misura sempre crescente il dilatarsi dei tempi di evasione degli ordini di cessione;

- e) *che sino all’introduzione del mercato Hi-Mtf “risultavano negoziati gli ordini di cessione inseriti nel nostro Sistema di negoziazione interno sino all’8.7.2015”, nel mentre il Ricorrente ha disposto ordini di vendita soltanto in data 27/9/2018;*
- f) *con riferimento alle quote del Fondo, che dette quote, acquistate in data 23/9/2017 con un esborso di 50.000,00 euro e in relazione alle quali il Ricorrente ha percepito rendimenti per 6.620,33 euro, sono state disinvestite il 3/10/2018, con un ricavo di 43.936,95 euro; considerando il totale di 50.557,28 euro, non si può ravvisare alcun danno nell’operazione.*

L’Intermediario chiede pertanto al Collegio il rigetto del ricorso.

3. Il Ricorrente ha presentato deduzioni integrative sostanzialmente per riaffermare le proprie argomentazioni e domande, alle quali ha replicato l’Intermediario ribadendo quanto già rappresentato.

DIRITTO

1. Va anzitutto rilevato che l’Intermediario ha versato in atti il contratto quadro datato 18/10/2012, sottoscritto dal Ricorrente, dal quale risulta che a seguito della compilazione del questionario di profilatura è stato assegnato allo stesso un profilo di rischio “medio”.

Dalla profilatura del 2012 emerge che il Ricorrente aveva l’obiettivo di *“proteggere nel tempo il capitale investito e ricevere flussi di cassa periodici (cedole, dividendi...) anche contenuti, costanti e prevedibili”*; la disponibilità ad accettare di perdere *“solo una piccola parte del mio/nostro capitale investito”*; un reddito annuo fino a 50.000,00 euro; la conoscenza di tutti i

principali strumenti finanziari con l'eccezione degli strumenti derivati; competenze tecniche specifiche in ambito finanziario in ragione degli studi/interessi/professione svolti e la circostanza che non aveva mai in precedenza investito in strumenti finanziari.

Dagli estratti conto titoli versati nel fascicolo istruttorio emerge che fino al 31/12/2014 il portafoglio del Ricorrente era, sostanzialmente, suddiviso per importi analoghi in titoli di stato e titoli dell'Intermediario mentre, a partire da tale data, si rileva la forte concentrazione del portafoglio in strumenti finanziari emessi dall'Intermediario odierno convenuto.

Con riferimento al livello di rischio dei titoli, risulta che l'Intermediario ha assegnato un livello di rischio "medio" alle azioni ed alle obbligazioni di che trattasi fino al 31/12/2014; detto livello è diventato "medio-alto" per le azioni al 31/12/2015 e, per le obbligazioni subordinate, al 30/6/2016; al 30/6/2017, lo stesso è tornato "medio" per le obbligazioni ed è diventato "alto" per le azioni.

2. La prestazione, nel caso in esame, del servizio di consulenza risulta comprovata, oltre che dalle disposizioni del contratto quadro, dall'espresso riferimento al regime di consulenza incluso nelle schede di adesione sottoscritte dal Ricorrente nel 2013 e nel 2014.

Orbene, circa la valutazione di adeguatezza, l'Intermediario si limita ad osservare che le azioni erano classificate a rischio "medio", e pertanto adeguate al profilo, parimenti "medio", del Ricorrente.

Ma l'assegnazione di un simile profilo non risulta coerente con le risposte fornite dal Ricorrente nel citato questionario di profilatura, in cui si rilevava la mancanza di pregressa esperienza in materia di investimenti finanziari, l'intenzione di proteggere il capitale nel tempo e la disponibilità a perdere soltanto una piccola parte del capitale investito.

Desta altresì forti perplessità il fatto che l'Intermediario affermi di aver riconosciuto ai propri titoli un profilo di rischio "*medio*", considerate le caratteristiche di tali strumenti finanziari: in merito, quest'Arbitro, in sede di esame di ricorsi analoghi proposti nei confronti del medesimo Intermediario, si è già pronunciato sulla classificazione dei titoli oggetto del ricorso,

esprimendosi criticamente “con riguardo al fatto che l’indicatore di rischio attribuito alle azioni dell’Intermediario riportato nella rendicontazione periodica resa al Ricorrente tramite gli estratti conto del dossier titoli, fosse “medio” fino al 30 giugno 2015, per diventare poi, dal successivo 31 dicembre 2015, “medio-alto”, 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. Né può ritenersi convincente la tesi dell’Intermediario secondo cui al momento della sottoscrizione del cliente, in considerazione dei tempi medi di smobilizzo non superiori a 90 giorni, fosse corretta la valutazione di rischio “medio” e che l’innalzamento del rischio a “medio-alto” fosse giustificabile solo a partire dal secondo semestre 2015 in occasione dell’adozione di una nuova Policy di riferimento. Invero anche tale ultima valutazione del rischio non appare corretta a fronte del dato fornito dal medesimo intermediario, secondo cui a partire dal luglio del 2015 non ha trovato più esecuzione alcun ordine di vendita di tali azioni” (v., tra le tante, Decisione ACF n. 692 del 27/11/2018). E’ del pari indice di un non corretto adempimento degli obblighi posti in capo all’Intermediario la circostanza, emergente dalla documentazione in atti, che il portafoglio del Ricorrente fosse fortemente concentrato in titoli dell’Intermediario, quanto meno a partire dall’estratto conto del 31/12/2014. In una fattispecie analoga alla presente, l’Arbitro ha rilevato che “A prescindere dalla qualificazione del servizio prestato, un inadempimento [dell’Intermediario] 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 09/02/2018).

Infine, dagli atti non risulta documentazione relativa allo svolgimento di verifiche di adeguatezza, né di appropriatezza da parte dell'Intermediario.

A questo riguardo, l'Arbitro ha già ritenuto che *“Non può tacersi l'ulteriore circostanza attinente alla mancanza di qualsivoglia prova circa l'intervenuta verifica di appropriatezza. Qui la Banca ha sostenuto che l'investimento era senz'altro appropriato rispetto al profilo finanziario del cliente ma che, stante il principio di libertà di forma, l'intermediario non sarebbe stato gravato da alcun obbligo di forma prestabilita mediante il quale dare prova dell'intervenuta valutazione di appropriatezza. Il rilievo della Banca non può essere condiviso, anzi va stigmatizzato criticamente. È noto infatti che l'intero processo di investimento deve essere rigorosamente “tracciato” dall'intermediario e che il malinteso principio di libertà di forma, eccetto dalla Banca, non esonera certo l'intermediario dall'onere di registrare le operazioni di investimento compiute con l'investitore. Al riguardo è sufficiente ricordare che, ai sensi dell'art. 21, comma 1, lett. d), del TUF e dell'art. 29 del Regolamento congiunto Banca d'Italia – Consob del 29.10.2007, vigente al tempo dei fatti, grava sull'intermediario l'onere di mantenere evidenza delle verifiche svolte. In particolare, quest'ultima disposizione prevede che “gli intermediari tengono, per tutti i servizi prestati e tutte le operazioni effettuate, registrazioni adeguate e ordinate delle attività svolte, idonee a consentire alle autorità vigilanza di verificare il rispetto delle norme in materia di servizi e attività di investimento e di servizi accessori, ed in particolare l'adempimento degli obblighi nei confronti dei clienti o potenziali clienti”. Ne discende che l'intermediario deve mettersi in condizione di poter provare di aver operato correttamente e ciò, per quanto concerne la presente procedura arbitrale, anche, e ancor prima, in ossequio del più generale principio dell'onere della prova incombente sull'intermediario ai sensi dell'art. 23, comma 6, del TUF”* (cfr. Decisione ACF n. 1096 del 19/11/2018).

3. Riguardo agli obblighi di trasparenza e informazione, il Ricorrente lamenta altresì la mancanza di adeguata informativa sulle caratteristiche delle azioni, anche con riferimento alla loro natura illiquida.

L'Intermediario osserva di aver correttamente adempiuto ai propri obblighi, avendo sempre fornito un *set* informativo e documentale conforme alla normativa di riferimento e ritenendo che il Prospetto dell'emittente sia il documento più idoneo a fornire informazioni puntuali ai singoli investitori.

L'eccezione non merita, tuttavia, di essere accolta.

E' orientamento consolidato di questo Collegio 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 possono far ritenere di per sé assolto il complesso degli obblighi informativi gravanti sull'intermediario (v., tra le altre, Decisioni ACF n. 147 del 14/12/2017, n. 111 del 16/11/2017 e n. 34 del 3/8/2017) e che *“al fine di fornite idonea evidenza del proprio diligente assolvimento degli obblighi previsti dalla normativa di settore, non è sufficiente che egli riceva 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 egli provi di aver adempiuto nella loro effettività a tali obblighi, fornendo 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., *ex multis*, Decisione ACF n. 692 del 27/7/2018).

Con riguardo, poi alle doglianze relative alla mancanza di informazioni sulla illiquidità delle azioni, l'Intermediario ha sostanzialmente ammesso di non aver osservato i presidi previsti dalla Comunicazione Consob del 2 marzo 2009, avendo indicato che le azioni, al momento delle operazioni oggetto del ricorso, non erano titoli illiquidi.

Quest'Arbitro, in analoghe occasioni, si è così espresso: *“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 [...] 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 13/04/2018).

Nel caso in esame, a sostegno delle proprie difese l'Intermediario riporta una tabella in cui sono indicati il numero delle azioni e i relativi controvalori scambiati nelle varie aste del sistema interno di negoziazione dal maggio 2015 al febbraio 2017, per un controvalore complessivo di oltre 56 milioni di euro.

Ciò che non risulta chiaro, tuttavia, è come conciliare tali dati con l'affermazione, resa sempre dall'Intermediario, secondo cui a partire dal luglio del 2015 non ha trovato più esecuzione alcun ordine di vendita delle azioni e, in ogni caso, tali dati riguardano un periodo successivo rispetto alla sottoscrizione dei titoli oggetto dell'odierna controversia.

4. Per quanto concerne, infine, l'investimento nel Fondo effettuato nel 2014, per l'importo di 50.000,00 euro, il Collegio rileva che dalla documentazione agli atti emerge, alla luce delle somme ricavate dalla vendita delle quote nel 2018 (43.936,95 euro) e dei rendimenti percepiti nel tempo dal Ricorrente

(6.620,33 euro), che quest'ultimo non ha subito, in realtà, alcun danno economico.

5. Venendo, dunque, alla quantificazione dei danni conseguenti alle violazioni sopra accertate, rileva preliminarmente il Collegio che, allo stato, le azioni dell'Intermediario (che fino al 22/11/2019 avevano registrato esigui scambi al prezzo di 2,38 euro per azione) risultano sospese dalle contrattazioni, al pari delle obbligazioni subordinate oggetto del ricorso non ancora giunte a scadenza. Pertanto, sulla base del recente orientamento di questo Collegio secondo cui, stante l'assenza di contrattazioni sulla piattaforma Hi-Mtf, si deve procedere determinando il *quantum* risarcitorio senza considerare possibili detrazioni legate al valore attuale degli strumenti, al fine della quantificazione del danno occorre scomputare dall'importo investito esclusivamente gli eventuali importi percepiti a titolo di cedole e dividendi.

Dalla documentazione versata nel fascicolo risulta che il Ricorrente nel tempo ha percepito dividendi per 1.054,37 euro per le azioni, e cedole per 3.523,09 euro (con riferimento alle obbligazioni convertibili) e per 4.458,58 euro (con riferimento alle obbligazioni subordinate), per un totale complessivo di 9.036,04 euro.

Pertanto, il risarcimento dovuto al Ricorrente risulta quantificabile in € 137.916,26, pari alla differenza tra il controvalore investito nelle azioni, nelle obbligazioni convertibili e nelle obbligazioni subordinate (€ 146.952,30) e le somme percepite a titolo di cedole e dividendi (€ 9.036,04).

PQM

Il Collegio, in accoglimento del ricorso, dichiara l'Intermediario tenuto a corrispondere al Ricorrente, a titolo di risarcimento danni, la somma rivalutata di euro 141.226,25, 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, utilizzando esclusivamente l'apposito applicativo disponibile accedendo all'area

riservata del sito istituzionale www.acf.consob.it 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 € 600,00, 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