



Decisione n. 2260 del 21 febbraio 2020

**ARBITRO PER LE CONTROVERSIE FINANZIARIE**

Il Collegio  
composto dai Signori

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

Relatore: Cons. Avv. D. Morgante

nella seduta del 20 dicembre 2019, in relazione al ricorso n. 2954, dopo aver esaminato la documentazione in atti, ha pronunciato la seguente decisione.

**FATTO**

*1.* La controversia sottoposta alla cognizione del Collegio concerne il tema del non corretto adempimento, da parte dell'Intermediario, degli obblighi inerenti la prestazione del servizio d'investimento con riferimento, in particolare, all'omessa informazione sulle caratteristiche dello strumento finanziario nonché con riguardo alla mancata esecuzione delle valutazioni di adeguatezza o, quantomeno, di appropriatezza degli ordini di acquisto.

Questi, in sintesi, i fatti oggetto del procedimento.

*2.* Dopo aver presentato reclamo in data 14 maggio 2018, cui l'Intermediario ha fornito riscontro con nota del 9 luglio 2018 in maniera giudicata insoddisfacente, il

Ricorrente si è rivolto all'Arbitro per le Controversie Finanziarie rappresentando quanto segue.

Il Ricorrente espone di aver acquistato, con tre distinte operazioni, azioni emesse da Parte resistente, per complessivi € 160.499,00 (*rectius* 160.499,90) e segnatamente: in data 30 giugno 2008 (nell'ambito dell'aumento di capitale effettuato dalla Banca nel 2008), n. 1.945 azioni per € 33.881,90; in data 18 giugno 2009, n. 5.500 azioni per € 97.625,00; in data 14 novembre 2012 (aumento di capitale 2012), n. 1.580 azioni per € 28.993,00.

Il Ricorrente lamenta, in primo luogo, che l'Intermediario si sarebbe reso inadempiente agli obblighi da cui era gravato nella prestazione dei servizi di investimento, in quanto non avrebbe eseguito la valutazione di adeguatezza delle operazioni di investimento, o quantomeno di appropriatezza, che, se svolte, avrebbero fatto emergere che egli non possedeva il livello di esperienza e conoscenza per comprendere i rischi dello strumento finanziario che stava acquistando. Infatti, nel questionario Mifid, sottoscritto anch'esso in data 30 giugno 2008, ossia in concomitanza con la prima operazione oggetto di contestazione egli aveva dichiarato di *“non conoscere i rischi connessi agli strumenti finanziari [...] non quotati sui mercati regolamentari e loro rischi (p. es. azioni della Banca [...], Azioni di società locali ecc.)”*. Il Ricorrente precisa che il giorno seguente, ossia il 1° luglio 2008, veniva invitato dalla Banca a modificare il questionario dichiarando di conoscere i rischi connessi ai prodotti finanziari non quotati; egli avrebbe acconsentito alla modifica *“a causa del legame fiduciario con il consulente”*. Ad avviso del Ricorrente, in un solo giorno non sarebbe possibile acquisire conoscenza dei rischi connessi agli strumenti finanziari non quotati. Aggiunge il Ricorrente che, in ogni caso, nell'ambito di tale ultimo questionario, egli aveva ribadito di non conoscere i rischi delle azioni in generale, dichiarazione che *“risulta essere in netta contraddizione con l'affermazione del ricorrente di conoscere i rischi connessi all'investimento in un'azione «non quotata» sui mercati regolamentati”*.

Il Ricorrente contesta, inoltre, all'Intermediario di non avergli fornito informazioni idonee a metterlo in condizione di comprendere la natura dello specifico strumento

finanziario e i rischi ad esso sottesi e di conseguenza prendere una consapevole decisione d'investimento.

Con specifico riferimento all'operazione del 14 novembre 2012 il Ricorrente lamenta, infine, che l'Intermediario non avrebbe rispettato la Comunicazione CONSOB n. 9019104/2009, in materia di distribuzione di prodotti finanziari illiquidi che prevedrebbe *“che al cliente vada fornito un set di informazioni specifiche, complete e dettagliate, al fine di consentire scelte d'investimento con la massima consapevolezza [...]”*.

Il Ricorrente conclude chiedendo al Collegio di dichiarare l'Intermediario tenuto al pagamento di una somma pari al capitale complessivamente investito.

3. L'Intermediario si è costituito chiedendo il rigetto del ricorso.

Relativamente alle regole di adeguatezza/appropriatezza, Parte resistente osserva che in occasione dell'operazione di sottoscrizione dell'aumento di capitale del giugno 2008 aveva eseguito la verifica di appropriatezza e l'operazione era risultata *“appropriata”* avendo il Ricorrente *“sottoscritto nel corso degli anni plurime azioni delle Banca”* non oggetto di contestazione in quanto volutamente *“sottaciute”* nel presente procedimento. Con riferimento all'acquisto del giugno 2009, rappresenta che, non avendo prestato consulenza, aveva correttamente svolto il solo test di appropriatezza con esito positivo, in quanto l'operazione aveva ad oggetto titoli dei quali il Ricorrente aveva dichiarato di conoscere i rischi e sui cui aveva già esperienza. Anche con riferimento all'adesione all'aumento di capitale del 2012 era stata eseguita la valutazione di appropriatezza con esito positivo, in quanto il Ricorrente conosceva i titoli.

Con riguardo alla doglianza concernente la mancata applicazione della Comunicazione CONSOB n. 9019104/2009 nonché l'adempimento non diligente degli obblighi di informazione, l'Intermediario replica osservando che: a) la illiquidità dello strumento finanziario si sostanzia in una connotazione di fatto *“che va verificata di volta in volta e su cui [il] cliente non ha fornito alcuna specifica dimostrazione; b) il richiamo operato dal Ricorrente a *“prodotti «sucedanei» ai sensi della Comunicazione Consob n. 9019104/2009 è inconferente in quanto tale confronto era dovuto qualora fossero esistenti prodotti succedanei che nel caso di specie sono carenti”*; c) prima di eseguire*

gli ordini impartiti dal cliente, la Banca ha messo a disposizione del pubblico, in data 19 giugno 2008 e in data 30 ottobre 2012, i relativi Prospetti informativi, di cui il cliente aveva dichiarato di “*aver preso visione*” e avrebbe, comunque, fornito al Ricorrente tutta la documentazione prescritta dalla normativa di riferimento; d) inoltre, in sede di informativa periodica, la Banca avrebbe correttamente trasmesso, con cadenza annuale, l’informativa in ordine alla natura liquida ovvero illiquida dei titoli detenuti dal cliente, del *fair value*, nonché del presumibile valore di realizzo.

L’Intermediario contesta, infine, la quantificazione del danno operata dal Ricorrente. Al riguardo segnala che allo stato non sarebbe “*né accertabile, né quantificabile*” un danno e dunque non sarebbe sussistente poiché: i) le azioni sono regolarmente negoziate e scambiate sul Hi-MTF ed hanno un loro valore di scambio che è costantemente aggiornato; ii) il Ricorrente non ha mai posto in vendita tali azioni; iii) ove venisse accolta la richiesta del Ricorrente, lo stesso “*potrebbe «prima» incassare tale risarcimento e «successivamente» vendere le azioni ritraendone un guadagno privo di causa e giustificazione*”. In ogni caso, andrebbero detratte le somme percepite dal Ricorrente a titolo di dividendi sulle azioni detenute (anche per effetto di acquisti antecedenti al 2008) pari (al lordo delle imposte e delle spese) a complessivi € 43.351,37.

L’Intermediario ha altresì chiesto che la scelta del Ricorrente di mantenere gli investimenti in portafoglio sia valutata ai sensi dell’art. 1227 c.c., quantomeno con riferimento al periodo successivo alle rendicontazioni recanti indicazione della natura non liquida degli strumenti finanziari (dicembre 2016) ovvero a seguito del reclamo (14 maggio 2018) con conseguente esclusione o riduzione del risarcimento.

**4.** Il Ricorrente si è avvalso della facoltà di presentare proprie controdeduzioni in replica alle argomentazioni difensive dell’Intermediario.

Rileva, tra l’altro, che nonostante l’Intermediario abbia invocato la pregressa esperienza del cliente, permaneva a suo carico l’obbligo di accertare se il cliente disponeva o meno delle “*necessarie conoscenze per comprendere i rischi dell’operazione*”. Il Ricorrente precisa, poi, di non aver contestato le operazioni di acquisto di azioni della Banca precedenti a quella del 30 giugno 2008, unicamente perché prescritte e aggiunge che alla luce delle difese della Banca resterebbe confermato che essa non ha provveduto a

fornire alcun documento informativo. Ribadisce, infine, che la prova dell'illiquidità delle azioni spetterebbe all'Intermediario in coerenza sia con quanto previsto dall'art. 23, comma 6, del TUF, sia dalla giurisprudenza della Suprema Corte in tema di "principio di vicinanza o riferibilità della prova". Il Ricorrente ribadisce, infine, quanto già rilevato nel ricorso.

5. Anche l'Intermediario si è avvalso della facoltà di presentare repliche alle controdeduzioni del Ricorrente.

In aggiunta a quelle contenute nel precedente atto difensivo, Parte resistente svolge considerazioni volte a riaffermare che il Ricorrente non avrebbe apportato alcun fondamento alla tesi della illiquidità delle azioni al momento degli acquisti delle azioni e che, in ogni caso, le azioni erano liquide considerato che il loro smobilizzo sarebbe potuto avvenire anche attraverso la negoziazione diretta tra venditore e acquirente.

6. Terminata la fase di contraddittorio tra le parti con l'avvenuta produzione delle rispettive deduzioni, l'Arbitro, ai fini del compiuto esame della documentazione prodotta dalle parti in lingua tedesca, ha provveduto ad acquisire dalla Banca la corrispondente modulistica *standard* in lingua italiana utile alla migliore trattazione del caso. Tale documentazione in italiano è stata ostesa a Parte ricorrente che, con nota depositata il 25 novembre 2019, ha comunicato di non avere osservazioni in merito.

## **DIRITTO**

1. Il ricorso è meritevole di accoglimento risultando fondate, ad avviso del Collegio, le doglianze del Ricorrente relative, in particolare, al non corretto assolvimento degli obblighi di informazione sulle caratteristiche dello strumento finanziario e sui rischi ad esso sotteso. Fondate, ancorché solo in parte, risultano anche le contestazioni mosse in ordine al mancato svolgimento delle valutazioni di appropriatezza degli ordini d'investimento.

2. Quanto agli obblighi informativi, emerge dalla documentazione in atti che in occasione delle operazioni di adesione agli aumenti di capitale 2008 e 2012, l'Intermediario ha ritenuto di assolvere ai predetti obblighi essenzialmente tramite la messa a disposizione del Prospetto informativo di cui l'investitore, con la sottoscrizione delle schede di adesione, dichiarava di aver preso visione. Sul punto,

tuttavia, questo Collegio ha già avuto modo di chiarire, in presenza di analoghe fattispecie, che l'Intermediario deve porsi in condizione di dimostrare di non aver assolto agli obblighi informativi in modo meramente formalistico. Pertanto, ai fini della dimostrazione del proprio 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. In particolare, *"la mera consegna del Prospetto Informativo e dei Fattori di rischio, non può far ritenere di per sé assolto l'obbligo informativo gravante sull'Intermediario in quanto a differenza di quanto esplicitamente stabilito dall'art. 33 del Regolamento Intermediari con riguardo alle «Informazioni su OICR aperti», non si può 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. Tale documento, infatti, è 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. Trattasi di informazione che viene fornita a cura dell'emittente, dunque, per ridurre le asimmetrie informative e consentire scelte di investimento consapevoli da parte di una generalità di interessati ma ciò non postula affatto che egli sia anche tenuto a «servire al meglio l'interesse» degli oblati. Per contro, 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 (esperienza, conoscenza, obiettivi di investimento, situazione patrimoniale). Pertanto, le dichiarazioni riportate sul modulo di adesione ad un'offerta al pubblico di «accettare integralmente il contenuto del Prospetto» e «di aver preso visione dei fattori di rischio» possono costituire al più indici presuntivi del corretto operato dell'intermediario»* (si v., tra le altre, Dec. n. 1884 del 1° ottobre 2019).

Quanto all'acquisto del 2009, dagli atti non risulta che l'Intermediario abbia consegnato al Ricorrente documentazione informativa concernente l'investimento.

Relativamente all'ulteriore profilo di doglianza concernente l'omissione delle informazioni prescritte dalla Comunicazione Consob del marzo 2009 in tema di collocamento e distribuzione di prodotti finanziari illiquidi - contestazione che, in seno al ricorso, è stata mossa unicamente per l'operazione del 14 novembre 2012 - la difesa dell'Intermediario è incentrata sull'allegazione che il Ricorrente non avrebbe provato il carattere illiquido delle azioni al momento degli acquisti: si tratta, tuttavia, di osservazione non corretta, giacché, come in più occasioni ribadito dal Collegio *“non è l'investitore gravato dall'onere di provare il carattere illiquido dello strumento al momento dell'acquisto, perché così opinando si finirebbe per accollare sul cliente la dimostrazione di un «fatto negativo» – l'illiquidità consistendo nell'assenza di un regolare e significativo insieme di operazioni di scambio. È piuttosto l'intermediario che – in ossequio al principio della maggiore vicinanza alla prova (giacché egli ha agevolmente accesso alle informazioni che riguardano il numero e l'intensità degli scambi delle proprie azioni) – deve dimostrare il carattere di liquidità, intesa appunto nel senso sopra chiarito dell'esistenza di un sistema stabile di scambi che consente una rapida possibilità di monetizzare il valore del titolo”* (si v., tra le altre, Dec. n. 1857 del 25 settembre 2019).

3. Passando all'esame della doglianza relativa alla mancata esecuzione del giudizio di appropriatezza dell'investimento, essa risulta fondata solo con riferimento all'operazione del 30 giugno 2008. Nonostante, infatti, l'Intermediario abbia osservato di aver svolto la valutazione di appropriatezza con esiti positivi, le evidenze in atti non consentono di affermare che sia stata svolta alcuna verifica di coerenza tra il profilo di esperienza e conoscenza del cliente e le caratteristiche delle azioni proprie della Banca; il modulo di adesione versato in atti da entrambe le parti, infatti, non reca alcuna indicazione al riguardo.

Con riferimento alle operazioni di acquisto del 18 giugno 2009 e del 14 novembre 2012, invece, Parte resistente ha fornito prova di aver eseguito la valutazione di appropriatezza. In particolare, essa ha prodotto in atti le videate relative all'esito delle interrogazioni del proprio sistema informativo in cui, con riferimento a tali operazioni si legge rispettivamente *“18.06.2009 [...] APPROPRIATA”* (cfr. sub all. 4 alle Deduzioni) e *“14.11.2012 [...] APPROPRIATA”* (cfr. sub all. 5 alle Deduzioni). Nel

questionario di profilatura Mifid sottoscritto dal Ricorrente in data 1° luglio 2008, a differenza del precedente lo stesso aveva dichiarato di conoscere le azioni non quotate (tra le quali figuravano espressamente le azioni della Banca).

4. Quanto al “concorso di colpa” ex art. 1227 c.c., invocato dall’Intermediario, si ritiene che non sussistano i presupposti per un suo riconoscimento, considerata la illiquidità degli strumenti finanziari in esame alla data del 14 maggio 2018 (data del reclamo). Tale dato trova conferma, tra l’altro, nelle statistiche pubblicate dall’Esma nel Registro relativo ai “*Transparency Calculation Results for Equity Instruments*” redatto sulla base dei dati forniti dalle sedi di negoziazione europee, da cui emerge che nel periodo 01.01.2018 – 31.12.2018 il titolo in questione era “*No Liquid*”, con una media giornaliera di 3,936 contratti conclusi sull’Hi-Mtf. Pertanto, la sostanziale illiquidità delle azioni non avrebbe consentito al Ricorrente l’agevole vendita dei titoli; ciò non consente di poter affermare che il suo comportamento possa avere avuto incidenza causale rispetto al danno subito.

5. Il Ricorrente ha quindi diritto di essere risarcito dei danni subiti a seguito delle esposte violazioni poste in essere dall’Intermediario.

Venendo alla relativa quantificazione, dalla documentazione in atti risulta che per gli acquisti in contestazione il Ricorrente ha versato complessivamente € 160.499,9 (per un totale di n. 9.025 azioni) e percepito a titolo di dividendi (al netto di tasse e spese) sul quantitativo di azioni contestato € 15.549,69. Ciò rilevato, ai fini della misura del danno, il Collegio ritiene di dover fare applicazione del criterio già utilizzato in relazione ad altri ricorsi proposti nei confronti dell’odierno Intermediario per fattispecie analoghe (si v. Dec. n. 1857 del 25 settembre 2019, Dec. 2144 del 15 gennaio 2020 e 2145 del 15 gennaio 2020) e dunque doverlo liquidare in misura pari alla differenza tra: il capitale investito (160.499,9), detratti i dividendi netti percepiti negli anni (€ 15.549,69), pervenendo così ad un importo di € 144.950,21 e *ii*) il valore delle azioni che il Ricorrente potrebbe ancora ritrarre attraverso la vendita della azioni attualmente quotate sul mercato HI-MTF. Ai fini della determinazione di tale dato, nelle Decisioni appena sopra richiamate, il Collegio ha rilevato che “*sebbene la azioni del resistente siano oggi scambiate attraverso il sistema multilaterale di negoziazione Hi-Mtf, il valore unitario realizzabile non può essere identificato sic et simpliciter con*



*il prezzo indicato su tale piattaforma” in quanto “quel prezzo non p[uò] costituire di per sé un dato sufficientemente attendibile su cui poter fondare una valutazione in termini di liquidabilità degli strumenti finanziari, almeno in presenza, come nel caso, di una scarsa movimentazione degli stessi e di un ridottissimo numero di scambi”.* Ciò, stanti le evidenze in atti, vale anche per la fattispecie in esame. Ciò posto, tenendo conto della “poca significatività” del prezzo medio indicato su tale piattaforma, il Collegio ha ritenuto di determinare il danno avendo riguardo a tale prezzo ridotto nella misura del 50%, orientamento dal quale non si ravvisa ragione per discostarsi nel caso di specie.

Ne discende che, tenuto conto che al 29 novembre 2019 (ultimo dato disponibile alla data dell’assunzione della presente decisione) il prezzo medio dell’azione sull’Hi-Mtf è stato pari ad € 11,90, il valore realizzabile per le n. 9.029 azioni oggetto del ricorso sarebbe pari ad € 53.722,55 (corrispondente al 50% di € 107.445,1). Ne consegue che il danno sarà pari ad € 91.227,66 (ossia € 144.950,21 – € 53.722,55) che, debitamente rivalutato trattandosi di importo dovuto a titolo risarcitorio, si attesta a € 101.627,61, su cui sono dovuti gli interessi legali dalla data del reclamo sino al soddisfo.

### **PQM**

Il Collegio, in parziale accoglimento del ricorso, dichiara l’Intermediario tenuto a corrispondere a Parte ricorrente, a titolo risarcitorio, la somma complessiva rivalutata di € 101.627,61, su cui sono dovuti gli interessi legali dalla data del reclamo 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](http://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](http://www.acf.consob.it), sezione “Intermediari”.

Il Presidente  
Firmato digitalmente da:  
Gianpaolo Eduardo Barbuzzi