



Decisione n. 380 del 13 aprile 2018

ARBITRO PER LE CONTROVERSIE FINANZIARIE

Il Collegio

composto dai signori

Dott. G. E. Barbuzzi – Presidente

Prof. Avv. L. Salamone – Membro supplente

Prof. Avv. R. Di Raimo – Membro supplente

Prof. Avv. G. Guizzi – Membro

Prof. Avv. V. Farina– Membro supplente

Relatore: Prof. Avv. G. Guizzi

nella seduta del 19 marzo 2018, in relazione al ricorso n. 671, 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, agli obblighi concernenti la prestazione di servizi di investimento, in particolare sotto il profilo della non corretta rilevazione del profilo del cliente, della mancata valutazione della inadeguatezza degli strumenti finanziari acquistati rispetto al reale profilo di rischio, nonché del mancato assolvimento degli obblighi di informazione.

Questi, in sintesi, i fatti oggetto del procedimento.

*2.* Dopo aver presentato reclamo in data 28 aprile 2016, riscontrato dall'intermediario il 1° giugno dello stesso anno ma in maniera giudicata non soddisfacente, il ricorrente, che è assistito da un amministratore di sostegno e che si avvale dell'assistenza tecnica di un difensore, si è rivolto all'Arbitro per le Controversie Finanziarie, rappresentando quanto segue.

Il ricorrente – che all’epoca dei fatti aveva settantatré anni e non era ancora assistito dall’amministratore di sostegno (la cui nomina è avvenuta il 13 gennaio 2015) - espone di aver sottoscritto, il 9 settembre del 2010, un contratto per la prestazione di servizi di investimenti, che prevedeva anche la prestazione del servizio di consulenza, con l’intermediario attuale resistente e di aver quindi acquistato, su suggerimento di quest’ultimo, n. 1.463 azioni emesse dalla società che si collocava al vertice del gruppo bancario cui appartiene il resistente, per un controvalore di circa € 14.000,00.

Il ricorrente sostiene che in quell’occasione l’intermediario gli assegnò un profilo di rischio “*medio alto*” non corrispondente alla realtà – essendo egli un pensionato con nessuna esperienza in materia finanziaria – e oltretutto senza procedere ad alcuna raccolta delle informazioni relative agli obiettivi di investimento, alla situazione finanziaria e al livello di conoscenza in materia, non venendogli sottoposto alcun questionario da compilare. Aggiunge, quindi, che non gli venne data alcuna informazione circa la natura illiquida delle azioni, e che l’intermediario omise di specificare “*che l’unica fonte di liquidità era costituita dallo stesso intermediario negoziatore o dallo stesso emittente*”. Più in generale, il ricorrente lamenta che in quell’occasione l’intermediario non assolse alcuno degli obblighi informativi, come individuati nella Comunicazione CONSOB n. 9019104 del 2 marzo 2009.

Il ricorrente prosegue sottolineando, altresì, di essere stato consigliato dall’intermediario di effettuare un nuovo investimento, in azioni e obbligazioni convertibili sempre emesse dalla banca capogruppo il 25 gennaio 2013, per un controvalore di € 6.281,40, e senza peraltro che fosse effettuata alcuna valutazione di adeguatezza dell’operazione. All’esito di tale operazione, e della successiva conversione delle obbligazioni, il ricorrente è così venuto a detenere complessivamente n. 2.197 azioni della banca capogruppo “*per un controvalore teorico*”, in quanto calcolato al prezzo unitario di € 9,53, “*di € 20.937,40*”.

Intervenuta agli inizi di gennaio del 2015 la nomina dell’amministratore di sostegno – in conseguenza delle precarie condizioni di salute che gli impedivano di curare da solo i suoi interessi – il ricorrente, per il tramite dell’amministratore,

dopo averla informalmente avanzata più volte, formalizzava la richiesta di procedere alla vendita delle azioni nel mese di novembre del 2015. Tale richiesta, a causa della illiquidità del titolo, rimaneva senza esito.

Sulla base di quanto esposto, ritenendo che le condotte descritte integrino altrettanti inadempimenti agli obblighi di trasparenza e correttezza previsti in via generale dall'art. 21 TUF, e poi declinati dalla normativa di rango secondario (artt. 27, 39 e 40 Regolamento Intermediari) e dalla citata Comunicazione CONSOB, il ricorrente ha concluso chiedendo a quest'Arbitro di voler accertare *“la responsabilità precontrattuale e per inadempimento contrattuale”* dell'intermediario, e quindi di dichiararlo tenuto al risarcimento dei danni tutti da quantificarsi nella misura di € 20.937,40, pari al totale delle somme investite per l'acquisto degli strumenti finanziari, oltre in ogni caso alla rivalutazione e agli interessi legali da calcolarsi sulle somme via via rivalutate.

**3.** L'intermediario si è costituito presentando controdeduzioni con cui ha chiesto il rigetto della domanda, ritenendo infondate tutte le contestazioni avanzate nel ricorso.

Secondo il resistente sarebbe infondata, in primo luogo, la contestazione riguardante la mancata rilevazione del profilo di rischio. L'intermediario allega, al riguardo, il questionario sottoposto al ricorrente, e da questi compilato, in occasione della prima operazione di investimento. Rileva, in proposito, che dalle risposte rese emergeva che il ricorrente intendeva operare in strumenti finanziari nel medio e lungo termine, che egli conosceva le azioni, che aveva acquisito competenze e conoscenze in ambito finanziario grazie ai propri studi, e che aveva effettuato (negli ultimi dodici mesi) operazioni in strumenti finanziari di importo medio compreso tra € 10.000,00 e € 50.000,00, nonché di essere solito compiere più di dieci operazioni a trimestre in strumenti finanziari.

Il resistente deduce, quindi, che infondata è la contestazione di inadeguatezza delle operazioni. Alla luce delle risposte rese al questionario, l'investimento nelle azioni della capogruppo sarebbe pienamente coerente con il profilo del ricorrente, il quale oltretutto non ha comunicato, successivamente alla sottoscrizione, variazioni in ordine alla propria propensione al rischio, né movimentava il conto

titoli disponendo altre operazioni, circostanza, quest'ultima, che soltanto poteva indurre all'aggiornamento delle informazioni raccolte.

Il resistente respinge, infine, gli addebiti in ordine al mancato assolvimento degli obblighi di informazione sulle caratteristiche degli strumenti finanziari. Osserva, in proposito, che il ricorrente ha dichiarato, all'atto della prima operazione di acquisto di n. 1.435 azioni della capogruppo, di “*conoscere ed accettare le disposizioni contenute nello Statuto Sociale [...] e di assumere tutti gli obblighi relativi alla qualità di Socio*” – ciò che implicherebbe la piena consapevolezza sulla natura dell'investimento – e che, comunque, in occasione del secondo acquisto, che è stato realizzato nel gennaio del 2013 tramite adesione ad un aumento di capitale, ha dichiarato, *inter alia*, di essere a conoscenza che il prospetto e il regolamento del prestito obbligazionario erano disponibili presso la sede e le filiali dell'emittente, nonché sul sito *internet* dell'emittente, di aver esaminato i rischi dell'emittente e del contesto in cui opera, nonché di accettare senza riserve le condizioni e i termini dell'offerta come riportati nel prospetto informativo.

In relazione, infine, alla contestazione del mancato rispetto degli obblighi di trasparenza e correttezza comportamentale di cui alla Comunicazione CONSOB del marzo 2009 in tema di distribuzione dei titoli illiquidi, l'intermediario si difende osservando che i titoli in questione, all'atto dell'acquisto da parte del ricorrente, “*non erano classificati come illiquidi*”. In particolare, al momento dell'ultima sottoscrizione, del 25 gennaio 2013, le azioni della capogruppo sarebbero state classificate a “*rischio medio*” e dunque nel *range* di rischio accettato dal cliente, e che solo al momento in cui è stato impartito l'ordine di cessione, il 18 novembre 2015, i titoli avrebbero avuto un grado di liquidità inferiore a quello originario.

**4.** Il ricorrente si è avvalso della facoltà di presentare deduzioni integrative.

Il ricorrente prende posizione, in primo luogo, sull'affermazione del resistente in ordine alla pretesa adeguatezza dell'investimento al proprio profilo di rischio, quale risultante dalle risposte rese al questionario prodotto, sottolineando la totale inattendibilità di queste ultime. Segnala, infatti, di possedere quale unico titolo di

studio la licenza elementare, e di essere già pensionato all'atto della prima operazione di investimento; lamenta, dunque, che tali fondamentali informazioni, note all'intermediario, non sono state tenute presenti nel tracciare il suo profilo.

Il ricorrente insiste quindi nel denunciare il mancato assolvimento degli obblighi di corretta informazione, in particolare con riferimento alla mancanza di liquidità dei titoli, la quale sarebbe provata *per tabulas* dal fatto che l'ordine di vendita delle azioni, inoltrato a novembre 2015, resta ancora inevaso.

5. Anche il resistente si è avvalso della facoltà di presentare memoria di replica ai sensi dell'art. 11, comma sesto, Regolamento ACF.

L'intermediario ribadisce sostanzialmente quanto già osservato nelle controdeduzioni senza aggiungere fundamentalmente nuovi elementi al dibattito processuale, all'infuori dell'osservazione che nel contratto per la prestazione dei servizi di investimento “*veniva indicato il profilo di rischio (medio alto) dei soggetti interessati*”, sicché “*sottoscrivendo detto contratto, questi ultimi prendevano atto del profilo individuato (e delle modalità attraverso le quali era stato rilevato), accettandone l'attribuzione*”.

## **DIRITTO**

**I.** La domanda del ricorrente è parzialmente fondata

In proposito ritiene il Collegio che l'intermediario – su cui gravava il relativo onere ai sensi dell'art. 23 TUF – non sia riuscito a fornire adeguata prova del fatto di aver fornito al ricorrente un'informativa sufficientemente precisa sui titoli azionari oggetto dell'investimento e sulle loro caratteristiche; gli unici elementi prodotti a tal fine sono, infatti, rappresentati da generici riferimenti e rinvii alla documentazione messa a disposizione del pubblico dall'emittente ai sensi di legge. Ma come questo Collegio ha più volte chiarito, in coerenza con gli orientamenti della Suprema Corte, tale generico rinvio a simile documentazione non è sufficiente per considerare assolto dall'intermediario che colloca gli strumenti finanziari l'obbligo di far sì che i propri clienti siano adeguatamente e correttamente informati (cfr., tra le molte, le decisioni n. 147 del 14 dicembre 2017, n. 111 del 16 novembre 2017; n. 34 del 3 agosto 2017).

2. Quanto precede sarebbe, per vero, già di per sé dirimente. Nel caso di specie vi è però di più.

Gli è, infatti, che l'intermediario in realtà riconosce di non aver assolto in alcun modo i più stringenti obblighi informativi imposti dalla comunicazione CONSOB per gli strumenti finanziari aventi carattere illiquido. Al riguardo la difesa del resistente è basata sulla - apodittica - affermazione che tale informativa non sarebbe stata dovuta, perché le azioni della capogruppo non sarebbero state illiquide al momento in cui le operazioni di investimento sono state effettuate, ma lo sarebbero divenute successivamente.

Ebbene, in proposito il Collegio non può esimersi dal rammentare che 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* - quale è quella che viene in rilievo - in cui *il titolo è da tempo pacificamente illiquido* - come nota il ricorrente, e come in definitiva ammette lo stesso resistente, gli ordini di vendita immessi nel novembre 2015, ad oltre due anni di distanza, sono ancora ineseguiti - *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.

L'imposizione di un simile onere di prova in capo all'intermediario, in un contesto cioè in cui il titolo è attualmente pacificamente e da tempo illiquido, risponde d'altronde non solo (i) al principio generale della vicinanza rispetto alla prova - nel senso che è evidentemente *più facile per l'intermediario*, che ha sicuramente a disposizione maggiori strumenti informativi sull'andamento degli scambi, sulla misura e la frequenza delle negoziazioni delle azioni, specie quando di propria emissione o di emissione della propria capogruppo, *provare che all'atto dell'investimento del cliente quegli strumenti erano liquidi di quanto non sarebbe per quest'ultimo provare che gli stessi erano illiquidi* - ma anche, a ben vedere, (ii) al principio, evidentemente al primo connesso, per cui una parte non può

essere onerata della prova di un fatto negativo, quale sostanzialmente sarebbe, per il cliente, la prova della “*illiquidità*” di determinati strumenti finanziari, ossia la prova dell’assenza di un efficiente e continuo sistema di scambi dei medesimi al momento dell’investimento.

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 della capogruppo 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.

3. In aggiunta a quanto appena esposto, il Collegio non può poi esimersi dal sottolineare come la condotta del resistente appaia scarsamente conforme ai principi di diligenza cui dovrebbe essere informata anche con riferimento alle modalità con cui è stata svolta l’attività di profilatura.

Nella presente vicenda sussistono, infatti, molteplici indici sintomatici di un’incongruenza tra i dati indicati nelle risposte al questionario rispetto alla reale situazione in cui versava il ricorrente - specie tenuto conto del fatto che si trattava, in alcuni casi, di dati direttamente ed obiettivamente accertabili, e che anzi era doveroso per l’intermediario verificare; il che rende, allora, assai poco attendibile il profilo che l’intermediario ha assegnato al ricorrente e la indicazione di una sua propensione al rischio “*medio-alta*”.

Decisiva appare in tal senso l’incongruenza tra la dichiarazione resa in risposta al questionario, da cui risulterebbe che il ricorrente era in possesso di un titolo di studio che gli ha “*consentito di acquisire competenze specifiche in ambito finanziario*”, e il fatto che egli fosse, invece, *in possesso della semplice licenza elementare* – una *informazione*, questa, *sul tipo di titolo di studio*, che il resistente avrebbe dovuto, in base alla normale diligenza, necessariamente assumere. Ma non meno significativa è altresì la palese incongruenza della risposta circa una spiccata attitudine ad operare sui mercati finanziari se valutata alla luce dell’età avanzata del ricorrente - che aveva all’epoca del primo investimento già

settantatré anni, e che oltretutto all'epoca del secondo investimento, avvenuto nel gennaio 2013, presumibilmente già versava in quelle precarie condizioni di salute che poi hanno condotto alla nomina dell'amministratore di sostegno (un'inferenza, questa, che può trarsi dal fatto che la nomina è avvenuta sì circa due anni dopo, ma appartenendo al tempo stesso al novero del notorio che il procedimento che ad essa conduce, e prima ancora le patologie che essa presuppone, non si esauriscono in un istante ma necessariamente *si scandiscono nel tempo*) – così come essa è parimenti poco congruente se valutata in rapporto alla sua qualità di pensionato allo svolgimento della pregressa professione di falegname (di nuovo dato di facile verifica da parte dell'intermediario). Né, d'altra parte, si può fare a meno di notare come a un intermediario mediamente attento e diligente dovesse risultare *ictu oculi* poco credibile che un cliente di età avanzata come il ricorrente potesse davvero compiere almeno dieci operazioni in strumenti finanziari a trimestre; una dichiarazione la cui scarsa credibilità è stata poi confermata, nei fatti, dalla circostanza - segnalata oltretutto dallo stesso resistente nelle proprie controdeduzioni – che successivamente al primo investimento il ricorrente non ha movimentato il proprio portafoglio. Una circostanza, questa, che allora – proprio perché in controtendenza rispetto alle risposte date al questionario di profilatura compilato al momento dell'avvio del rapporto - avrebbe dovuto indurre l'intermediario a nuovamente profilare il ricorrente allorché, due anni più tardi, nel gennaio del 2013, si risolve ad aderire all'aumento di capitale.

**4.** Accertati gli inadempimenti dell'intermediario agli obblighi inerenti la corretta prestazione del servizio di investimento, occorre procedere alla liquidazione del danno.

Sotto questo profilo non può essere seguito il criterio suggerito dal ricorrente, il quale vorrebbe rapportare il danno *sic et simpliciter* al valore dell'investimento, poi calcolato applicando un valore unitario per azione di € 9,53. In coerenza con il criterio già utilizzato in precedenti decisioni su vicende analoghe, ritiene il Collegio che il danno debba essere liquidato detraendo dal capitale complessivamente investito – e che risulta, tenuto conto del prezzo di acquisto di

volta in volta pagato, per le azioni e per le obbligazioni, di complessivi € 19.283,20 - il valore attuale delle azioni ancora detenute in portafoglio (e che il ricorrente è legittimato a conservare, e che non dovrà restituire, essendo quella proposta una domanda di risarcimento danni per inadempimento agli obblighi precontrattuali di informazione e non di restituzione del capitale investito per ipotizzata nullità o invalidità delle operazioni di investimento), che può essere calcolato in ragione del valore di € 6,00 per azione - che rappresenta il prezzo unitario a cui sono stati effettuati gli ultimi scambi di azioni della capogruppo sul sistema multilaterale di negoziazione HI-MTF - e dunque pari a complessivi € 13.182,00. Dal risultato di tale sottrazione, che è pari a € 6.101,20, deve essere poi ulteriormente detratto quanto percepito dal ricorrente a titolo di cedole sulle obbligazioni e di dividendi distribuiti a valere sulle azioni, i quali rappresentano, entrambi, proventi conseguiti comunque a valere sull'investimento, e pertanto da detrarre alla luce del principio della *compensatio lucri cum damno*. Le utilità tratte dal ricorrente, per tali titoli, ammontano nella specie a € 667,22 (di cui € 258,13 sono relativi a cedole incassate sulle obbligazioni e € 409,09, per dividendi distribuiti a valere sulle azioni).

Ne discende, in conclusione, che l'importo del danno da risarcire è pari a € 5.433,98, a cui deve essere aggiunto, a titolo di rivalutazione monetaria, l'importo di € 423,85. Gli interessi sono dovuti solo dalla data della decisione e sino al soddisfo, non potendosi accogliere la richiesta del ricorrente di vedersi riconosciuti gli interessi dalla data dell'investimento e sulla somma rivalutata anno per anno. In proposito il Collegio ritiene di dover fare, infatti, applicazione del principio affermato da **Cass.** 25 maggio 2016, n. 9039, secondo la quale “*in materia di inadempimento contrattuale (...), qualora si provveda all'integrale rivalutazione del credito relativo al maggior danno fino alla data della liquidazione, secondo gli indici di deprezzamento della moneta, gli interessi legali sulla somma rivalutata dovranno essere calcolati dalla data della liquidazione, poiché altrimenti si produrrebbe l'effetto di far conseguire al creditore più di quanto lo stesso avrebbe ottenuto in caso di tempestivo adempimento della obbligazione*”.

## **PQM**

In parziale accoglimento del ricorso il Collegio dichiara l'intermediario tenuto a corrispondere al ricorrente la somma complessiva di € 5.857,83, per i titoli di cui in narrativa, oltre interessi dalla data della decisione sino al soddisfo, e fissa il termine per l'esecuzione in trenta giorni dalla ricezione della medesima.

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