



Arbitro per le Controversie Finanziarie

Decisione n. 695 del 27 luglio 2018

ARBITRO PER LE CONTROVERSIE FINANZIARIE

Il Collegio

composto dai signori

Dott. G. E. Barbuzzi – Presidente

Cons. Avv. D. Morgante – Membro

Prof. M. Rispoli Farina - Membro

Prof. Avv. G. Guizzi – Membro

Avv. G. Afferni – Membro

Relatrice: Cons. Avv. D. Morgante

nella seduta dell'11 giugno 2018, in relazione al ricorso n. 1133, dopo aver esaminato la documentazione in atti, ha pronunciato la seguente decisione.

**FATTO**

**I.** Il Ricorrente dichiara:

- di essere un piccolo risparmiatore e di aver sottoscritto con l'Intermediario odierno resistente un contratto quadro per la prestazione di servizi d'investimento in data 27 novembre 2013;
- di aver acquistato due pacchetti di azioni emesse dalla Banca controllante l'Intermediario, a tal fine avvalendosi della prestazione dei servizi d'investimento di quest'ultimo: n. 100 azioni per complessivi 953,00 euro (9,53 euro per azione) in data 27 novembre 2013; n. 3.351

azioni per complessivi 29.991,45 euro (8,95 euro per azione) in data 5 giugno 2015;

- di aver vanamente chiesto la vendita dei titoli di che trattasi in data 23 maggio 2016.

In merito a tale operatività, il Ricorrente lamenta di essere stato indotto alla sottoscrizione di tali investimenti senza previamente ricevere *“ai fini della più consapevole definizione dell’operazione di investimento, informazioni in merito alle caratteristiche del prodotto e, in particolare, alla modalità di smobilizzo, con evidenziazione espressa delle eventuali difficoltà di liquidazione connesse al funzionamento dei mercati di scambio e dei conseguenti effetti in termini di costi e tempi di esecuzione della liquidazione”*.

Inoltre, in fase di sottoscrizione, l’Intermediario non solo non avrebbe specificato le difficoltà di smobilizzo dei titoli ma, anzi, ne avrebbe affermato la facile liquidabilità entro tre mesi: la scheda prodotto, infatti, conterrebbe il riferimento ad uno smobilizzo entro un termine di 90 giorni. Inoltre lo *status* di prodotto illiquido non sarebbe mai stata indicata nelle schede di adesione, né tale omissione informativa può dirsi sanata dall’*“acritica accettazione”* delle disposizioni dello Statuto sociale.

Anche in fase di esecuzione del contratto, a detta del Ricorrente, l’Intermediario avrebbe omesso di informarlo circa l’incrementata difficoltà di smobilizzo, nonostante fosse a conoscenza della situazione negativa dell’emittente fin da luglio 2015.

Inoltre, l’Intermediario avrebbe consigliato i predetti acquisti azionari sebbene non adeguati al profilo di rischio, medio-basso, del cliente: *“l’acquisto di azioni ad alto rischio non risultava certamente adeguato alle finalità di investimento ed ai rischi accettati dal Sig. ..., tanto più se si consideri la reiterazione delle condotte e la rilevanza del secondo acquisto, costituito da buona parte del TFR percepito dal Sig. ... al raggiungimento della pensione. Dunque, anche a voler ammettere per assurdo l’adeguatezza di un singolo acquisto è del tutto evidente che la pluralità di acquisti ed il suo rilevante ammontare (oltre 30 mila euro) sia*

*indice ancor più sintomatico dell'inadeguatezza delle operazioni consigliate". La completa inadeguatezza delle operazioni proposte emergerebbe dalla concentrazione di tali azioni nel portafoglio del Ricorrente, sproporzionata: "...il sig.... si ritrova la totalità dei propri investimenti in azioni ... che allo stato attuale risultano invendibili sul sistema di negoziazione interno della Banca".*

Infine, la qualificazione del prodotto finanziaria fornita al tempo al Ricorrente sarebbe stata del tutto inappropriata, contenendo l'indicazione di un rischio "medio" a fronte di un prodotto illiquido.

2. In sede deduttiva l'Intermediario ha sostenuto l'infondatezza della doglianza di controparte relativa alla violazione degli obblighi informativi; obblighi che sarebbero stati, a suo dire, correttamente adempiuti in quanto:

- in occasione della sottoscrizione delle azioni in data 27 novembre 2013 il Ricorrente, nella domanda di ammissione a socio, aveva dichiarato di *"conoscere ed accettare tutte le disposizioni contenute nello Statuto Sociale - di cui dichiara espressamente di aver preso visione - e di assumere tutti gli obblighi relativi alla qualità di Socio"* e aveva contestualmente sottoscritto la Scheda prodotto;

- in occasione dell'adesione all'aumento di capitale del 5 giugno 2015 aveva sottoscritto l'apposita scheda di adesione all'Offerta in opzione agli azionisti di azioni ordinarie di nuova emissione e di obbligazioni subordinate in cui aveva, tra l'altro, dichiarato *"di aver preso conoscenza e di accettare senza riserva i termini e le condizioni dell'Offerta illustrati nel Prospetto informativo relativo: - di aver esaminato, in particolare, i fattori di rischio relativi all'Emittente al fine di effettuare un corretto apprezzamento dell'investimento; - di aver ricevuto, preso visione in ogni sua parte, letto e compreso le Schede Prodotto, in tempo utile prima della sottoscrizione degli strumenti ivi descritti; - di essere a conoscenza che... il presente ordine si riferisce ad un'operazione nella quale (l'Intermediario) ha un interesse in conflitto, in considerazione dell'appartenenza... al medesimo gruppo dell'Emittente"*. La predetta scheda prevedeva la richiesta di sottoscrizione di n. 3.351 azioni (di cui 2 in opzione e

n. 3.349 in prelazione, al prezzo di 8,95 euro per ogni singola azione) e di un uguale numero di obbligazioni (al prezzo di 6 euro per ogni singola obbligazione) per un esborso complessivo di 50.549,00 euro;

- Il Ricorrente, in relazione alle n. 100 azioni acquistate nel 2013, ha incassato la somma di 13,97 euro a titolo di dividendi per gli anni 2014 e 2015 e, in ordine alle obbligazioni possedute, ha ricevuto accrediti netti per un totale di 967,10 euro;

- La doglianza relativa all'inadeguatezza delle operazioni sarebbe anch'essa infondata, in quanto le operazioni di che trattasi sarebbero state in linea con le risposte fornite dal cliente nel questionario sottoscritto in data 27 novembre 2013, ove aveva dichiarato di aver già investito in azioni o in fondi azionari, di conoscere la maggior parte delle tipologie di strumenti finanziari, di voler operare in strumenti finanziari nel medio e anche nel lungo termine e di aver acquisito, grazie ai propri studi, interessi o professione svolta, competenze specifiche in ambito finanziario. Inoltre, in passato, il Ricorrente medesimo avrebbe espresso la preferenza verso strumenti finanziari che non possedevano una bassa esposizione al rischio, avendo sottoscritto quote di fondi comuni che investivano prevalentemente in titoli azionari: in particolare, dai moduli di sottoscrizione dei citati fondi emergerebbe che, a fronte dell'espressa avvertenza dell'inadeguatezza dell'operazione, l'interessato le avesse comunque autorizzate;

- L'affermazione del Ricorrente in merito alla concentrazione sproporzionata nel proprio portafoglio di azioni dell'emittente sarebbe infondata in quanto *“all'epoca dell'acquisto in data 5 giugno 2015 delle n. 3.351 azioni... erano scadute alcune operazioni di “Time Deposit” poste in essere dal ricorrente per complessivi € 150.000,00, di cui solo € 50.549,12 - come già detto - servirono per l'acquisto di titoli..., mentre € 90.000,00 furono impiegati per il rinnovo della medesima tipologia di operazione di deposito vincolato e gli altri € 10.000,00 circa rimasero al momento sul conto corrente di accredito”*: ciò dimostrerebbe, a suo dire, che le somme utilizzate dal cliente per l'acquisto delle azioni di cui ora si duole non erano le uniche che aveva a disposizione.

Inoltre, in occasione dell'adesione all'operazione di aumento del capitale sociale del 5 giugno 2015, il Ricorrente aveva acquistato anche obbligazioni dello stesso emittente, aventi valore nominale complessivo di 20.106,00 euro, vendute in data 19 maggio 2016 con accredito netto di 21.054,12 euro, così realizzando una plusvalenza netta rispetto all'acquisto pari a 496.45 euro, dopo aver già incassato cedole per complessivi 967,10 euro;

- Al momento della sottoscrizione, le azioni in questione avevano un grado di liquidità maggiore rispetto a quello assunto al momento del conferimento dell'ordine di vendita (23 maggio 2016): infatti, il titolo, dopo essere stato classificato a rischio basso negli anni precedenti, dal 2013 e fino alla fine del secondo semestre 2015 era stato classificato a rischio medio, come emerge dagli estratti conto trasmessi al Ricorrente. Riguardo alla qualificazione come medio del profilo di rischio dei titoli, l'Intermediario tiene a sottolineare che ciò rappresentava la sintesi delle variabili di valutazione utilizzate per l'assegnazione delle classi di rischio, a carattere dinamico: pertanto, al tempo della sottoscrizione la qualificazione attribuita alle azioni sarebbe stata coerente con i criteri considerati. La previsione di un termine massimo di 90 giorni per lo smobilizzo non comportava, comunque, alcuna garanzia per il futuro: prova ne sarebbe la circostanza che allorquando si è ampliato il periodo di smobilizzo, il grado di liquidità è risultato minore e il profilo di rischio modificato in medio-alto, come evidenziato nell'estratto conto relativo al secondo semestre 2015;

- In riferimento all'adesione all'operazione di aumento di capitale del 2015, l'Intermediario ha affermato che l'informativa in merito alla natura del servizio di investimento e al tipo specifico di strumento finanziario nonché ai rischi connessi contenuta nel prospetto informativo sarebbe stata sufficiente ed adeguata per qualunque investitore, quale *“informativa più dettagliata, completa ed esaustiva che si possa fornire a ciascun singolo investitore rispetto agli strumenti finanziari di cui si discute”*;

- Ad avviso della Banca la motivazione principale del ricorso sarebbe, dunque, rintracciabile nel ritardo nella liquidazione del controvalore delle azioni in

portafoglio del Ricorrente, il che tuttavia non configurerebbe a suo dire un inadempimento contrattuale in quanto, a seguito dell'avvenuta ammissione alle negoziazioni delle azioni sul sistema multilaterale di negoziazione HI-MTF, segmento *order driven* azionario, è stato disattivato il precedente sistema di negoziazione interno. Tutte le informazioni in ordine al nuovo sistema di negoziazione sono state, inoltre, riportate in un comunicato pubblicato nel giugno 2017 ed anche comunicato direttamente all'odierno Ricorrente in data 20 giugno 2017.

Dopo aver svolto ulteriori considerazioni con riguardo alla trattazione dell'ordine di vendita del cliente ed affermato anche con riguardo a tale profilo la regolarità e correttezza del proprio operato, il Resistente ha concluso chiedendo il rigetto dell'odierno ricorso, in quanto ritenuto infondato nel merito.

3. Nelle deduzioni integrative il Ricorrente ha tenuto ad evidenziare di aver sottoscritto tali investimenti in regime di prestazione del servizio di consulenza, insistendo sulla doglianza relativa all'inadeguatezza dell'investimento in quanto incompatibile con il profilo di rischio medio-basso emergente dal questionario di profilatura in cui aveva, peraltro, dichiarato di essere disposto ad accettare la perdita solo di una piccola parte del capitale investito.

Ha, poi, contestato nuovamente il puntuale assolvimento degli obblighi informativi da parte del Resistente, sottolineando che le schede di adesione sottoscritte al tempo non specificavano che si trattava di titoli illiquidi, non quotati su un mercato regolamentato e, dunque, di difficile smobilizzo. Ha, poi, smentito che i predetti obblighi informativi possano ritenersi compiutamente assolti mediante il mero rinvio a documentazione, ultronea ed estremamente tecnica di centinaia di pagine, in ciò richiamando anche pronunce giurisprudenziali (*ex multis*, Tribunale di Viterbo n. 1339 del 2015).

La violazione di tali obblighi informativi avrebbe, inoltre, caratterizzato anche la fase esecutiva del rapporto contrattuale: il Resistente, pur essendo a conoscenza dell'incremento del grado di rischio delle azioni, non avrebbe infatti fornito neanche *ex post* le informazioni dettagliate richieste dalla Comunicazione Consob

n. 9019104 del 2009 in tema di prodotti finanziari illiquidi, essendosi limitato a fornire una sintetica informazione nella rendicontazione inviata a fine dicembre 2015.

Il Ricorrente ha, infine, ribadito che la tipologia di prodotto sarebbe stata incompatibile con il proprio profilo di rischio fin dal momento della sottoscrizione, ritenendo che il grado di rischio attribuito alle azioni non fosse corretto, a tal fine richiamando una pronuncia giudiziale (Trib. Verona n. 687/2017), in cui, assimilando le azioni illiquide ai derivati, viene esclusa l'adeguatezza/appropriatezza di un siffatto investimento con riguardo ad un risparmiatore privo di adeguate conoscenze in materia.

Conclude quindi il Ricorrente chiedendo:

- *In via principale, in ragione del grave inadempimento condannare l'intermediario al risarcimento del danno pari all'investimento in azioni ..., nel totale quantificabile in Euro 30.944,45, dietro restituzione delle azioni;*
- *B) In via subordinata, condannare controparte al risarcimento del danno in via equitativa in ragione della evidente perdita di valore delle azioni o, comunque, al risarcimento del danno pari alla differenza di prezzo tra l'acquisto e l'attuale valore delle azioni de quibus."*

4. Nelle repliche finali il Resistente ha sostanzialmente riaffermato le considerazioni già svolte, conclusivamente reiterando la propria domanda di rigetto del ricorso in esame per sua infondatezza.

## **DIRITTO**

*I.* Dalla documentazione in atti emerge che il Ricorrente ha sottoscritto la domanda di ammissione a socio con acquisto di n. 100 azioni per complessivi 953,00 euro (9,53 euro per azione) in data 27 novembre 2013, dichiarando di conoscere ed accettare le disposizioni contenute nello Statuto Sociale e di assumere tutti gli obblighi relativi alla qualità di socio e, contestualmente, ha autorizzato l'operazione, informato della sussistenza di una situazione di conflitto di interesse. Ha acquistato poi ulteriori n. 3.351 azioni per complessivi 29.991,45

euro (8,95 euro per azione), sottoscrivendo le schede di adesione, con ivi contenuta l'informativa di rito.

Per quanto attiene alla prima operazione risulta che il Ricorrente abbia sottoscritto la "scheda prodotto", strutturata in forma tabellare ed evidenziante un indicatore sintetico di rischio "medio", un orizzonte temporale dell'investimento "medio-lungo" ed il fatto che il prezzo delle azioni veniva stabilito annualmente dall'Assemblea ordinaria dei soci dell'emittente in sede di approvazione del bilancio di esercizio e che le azioni non erano quotate presso su un mercato regolamentato.

Le medesime informazioni risultano nella scheda prodotto relativa alle azioni di nuova emissione predisposta in occasione dell'operazione di aumento di capitale del 2015 in cui, nel riquadro dedicato alle "Modalità di smobilizzo", si legge *"Dall'avvio del sistema interno, nessun ordine di vendita è stato evaso con tempi di attesa superiori a 90 giorni, al netto degli eventuali giorni di sospensione delle negoziazioni nei casi previsti dal Regolamento."*

Sul punto questo Collegio ha già avuto modo di affermare in più occasioni, in sede di esame di analoghe fattispecie, che l'intermediario deve dimostrare di aver assolto agli obblighi informativi in modo non meramente formalistico e che, pertanto, ai fini della dimostrazione del proprio diligente assolvimento degli obblighi sul medesimo incombente, non è sufficiente la dichiarazione del cliente di *"aver preso visione"* della documentazione informativa e di *"aver ricevuto l'informativa sui rischi dell'investimento"*, essendo necessario invece che l'intermediario provi di aver adempiuto nella loro effettività a tali obblighi, fornendo al cliente tutte le informazioni necessarie e personalizzate, al fine di consentirgli di valutare le caratteristiche dell'investimento e da ciò farne scaturire consapevoli scelte d'investimento (cfr., *ex multis*, decisioni n. 11 del 7 luglio 2017; n. 34 del 3 agosto 2017; n. 155 del 20 dicembre 2017).

Inoltre, questo Collegio ha avuto modo di osservare anche come la mera consegna del Documento di Registrazione, della Nota Informativa, della Nota di Sintesi e dei Fattori di rischio non esaurisce il perimetro degli obblighi informativi a cui egli è tenuto in sede di prestazione di servizi d'investimento; ciò 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." (decisioni n. 147 del 14 dicembre 2017, n. 111 del 16 novembre 2017; n. 34 del 3 agosto 2017).*

Per quanto riguarda la scheda prodotto si rileva, poi, che nella prima versione (2013) non è chiaramente esplicitata la difficoltà di smobilizzo dell'investimento; anzi, è ivi illustrato un meccanismo di vendita dei titoli atto a indurre l'investitore a confidare nell'effettiva possibilità di liquidazione. Lo stesso è a dirsi con riguardo alla scheda prodotto del 2015, laddove si specifica che "*nessun ordine di vendita è stato evaso con tempi di attesa superiori a 90 giorni*", ingenerando così un affidamento, del tutto in buona fede, circa l'agevole liquidabilità dell'investimento in tempi del tutto ragionevoli.

A fronte di ciò, le difese spiegate dal Resistente si presentano come inidonee a dare il senso di un compiuto ed effettivo adempimento degli obblighi informativi

sul medesimo gravanti, ancor più ove si consideri che risultano del tutto non osservati i vincoli di informativa specifici e rafforzati previsti dalla Comunicazione del 2009 n. 9019104 in tema di prodotti finanziari illiquidi.

Analoghe conclusioni valgono anche per quanto attiene all'informativa fornita nel corso del rapporto: si evidenzia, a questo proposito, che negli estratti conto trasmessi al Ricorrente dal 2013 fino a giugno 2015 la rischiosità delle azioni è qualificata "media", senza nessun tipo di indicazione in termini di liquidità, e che, solo a partire dal 31 dicembre 2015, la rischiosità passa ad essere "medio-alta" e compare la definizione di "titolo illiquido".

Valutazioni, queste, che suscitano perplessità ove si consideri che trattasi, comunque, di quote di capitale di rischio e anche di strumenti illiquidi, che espongono il cliente non solo alla perdita dell'intero capitale investito ma, anche, al rischio di non riuscire a disinvestire in tempi ragionevoli i titoli.

Né appare convincente la tesi dell'Intermediario secondo cui nel 2013, 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. Invero, anche tale ultima valutazione di rischio non sembra corretta se rapportata al 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.

Appare, altresì, fondata l'ulteriore doglianza sollevata dal Ricorrente in merito alla inadeguatezza dei titoli rispetto al proprio profilo di rischio, non apparendo meritevole di condivisione la difesa dell'Intermediario che vorrebbe giustificare il giudizio di adeguatezza sulla base delle risposte fornite dal Ricorrente in occasione della somministrazione del questionario di profilatura avvenuta in data 27 novembre 2013 e dei precedenti investimenti dello stesso Ricorrente in quote di fondi comuni caratterizzate dal fatto di investire prevalentemente in titoli azionari.

Sotto questo profilo appare decisiva la circostanza, non revocabile in dubbio, che il Ricorrente aveva dichiarato che egli era disposto a sopportare "*solo una piccola perdita del capitale investito*" e che lo stesso Intermediario gli aveva assegnato, in

considerazione delle risposte fornite, un profilo di rischio “medio-basso”, il che corrisponde a un investitore prevalentemente orientato verso strumenti di natura obbligazionaria ma potenzialmente anche verso strumenti più rischiosi, ancorché in misura contenuta e compatibile con la rischiosità dell’intero portafoglio. È evidente, allora, che la dichiarazione del Ricorrente e il profilo di rischio a lui assegnato risultano non compatibili con un investimento – per di più in una misura significativamente e progressivamente concentrata - su strumenti azionari comportanti un elevato ed anche integrale rischio di perdita di valore, per di più illiquidi.

Per concludere, le plurime inadempienze dell’Intermediario, come sopra esposte, non possono che condurre all’accoglimento del ricorso.

2. Venendo, ora, alla quantificazione del danno, occorre tener conto del fatto che il Ricorrente continua a detenere i titoli in questione.

Al riguardo, va altresì considerato che le azioni in discorso risultano negoziate sul MTF “HI-MTF”, sul quale tuttavia i volumi degli scambi risultano assai ridotti.

In proposito, questo Collegio in alcune recenti decisioni adottate nei confronti su casi consimili (decisioni n. 115 del 21 novembre 2017; n. 127 del 29 novembre 2017; n. 138 del 5 dicembre 2017; n. 150 del 14 dicembre 2017) ha ritenuto di assumere come valore presumibile di smobilizzo dei titoli quello a cui si sono conclusi gli ultimi contratti nel citato MTF. Al riguardo, l’ultima asta sul titolo è stata effettuata il 25 maggio 2018 e ha portato alla chiusura di un contratto, per un totale di 1.000 azioni, vendute al prezzo di 5,4 euro. Seguendo tale iter logico, ai fini della quantificazione, deve applicarsi il criterio della differenza tra il costo di acquisto del predetto pacchetto azionario e la sua valorizzazione corrente, il che porta conclusivamente a quantificare in € 12.927,54 (comprensivi di rivalutazione monetaria) il *quantum* risarcitorio da riconoscere in questa sede.

Gli interessi legali spettano sulla somma liquidata con la presente decisione dalla data della medesima.

### **PQM**

Il Collegio, in accoglimento del ricorso come in parte motiva, dichiara l’Intermediario tenuto a corrispondere, a titolo di risarcimento danni, al Ricorrente la somma di € 12.927,54

(comprensiva di rivalutazione monetaria), oltre agli interessi legali sulla somma così liquidata dalla data della presente decisione 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 € 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