



**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. G. Guizzi – Membro

Prof. Avv. G. Afferni – Membro

Relatore: Prof.ssa M. Rispoli Farina

nella seduta del 17 febbraio 2020, in relazione ai ricorsi n. 3333 e 3334, dopo aver esaminato la documentazione in atti, disposta la riunione dei predetti ricorsi per ragioni di connessione oggettiva, ha pronunciato la seguente decisione.

**FATTO**

*I.* Le due Ricorrenti rappresentano di essere state indotte dall'Intermediario convenuto ad acquistare titoli azionari e obbligazionari dallo stesso emessi in quanto asseritamente sicuri e privi di rischi, essendo disinvestibili in qualsiasi momento, per un esborso complessivo sostenuto, da ciascuna di esse, di € 15.129,39. A tal proposito esse riferiscono che solo dopo aver tentato vanamente di vendere i titoli in loro possesso, acquisivano consapevolezza che gli stessi avevano registrato notevoli perdite e, quindi, erano ben *“lungi dall'essere titoli sicuri...”*. In

particolare, le Ricorrenti contestano plurime violazioni dei doveri di comportamento cui l'Intermediario era tenuto in attuazione della normativa di settore, specie avuto riguardo a quanto sancito in materia di prodotti illiquidi. A dire di parte Ricorrente, nella documentazione relativa all'investimento, non consegnata al momento della sottoscrizione ma inviata solo a seguito di formale richiesta e diffida, non erano contenute le informazioni che l'intermediario avrebbe dovuto, invece, fornire in modo chiaro e trasparente all'investitore al fine di effettuare una scelta consapevole, soprattutto per quanto attiene la loro illiquidità e adeguatezza rispetto al profilo delle clienti. Del resto, le caratteristiche finanziarie delle medesime (*“di esperienza finanziaria alcuna e non certo qualificabili come persone propense al rischio di perdita del capitale”*), avrebbe piuttosto imposto alla Banca una condotta volta a garantire il pieno rispetto di tutte le regole di condotta previste, a ciò dovendosi anzi aggiungere che anche le informazioni contenute nei questionari - unilateralmente predisposti dalla Banca - volti a rilevare il loro profilo di rischio non erano affatto veritiere e congruenti. Pertanto, conclusivamente, le Ricorrenti adiscono l'ACF onde *“in via principale, accertare e dichiarare il diritto [di ciascuna Ricorrente] al risarcimento del danno patito a causa del comportamento assunto dalla Banca [...], per tutte le motivazioni esposte nel presente atto, nessuna esclusa, e, per l'effetto, condannare [la] Banca [...] a corrispondere..., a titolo di risarcimento del danno, la somma di € 15.129,39, oltre interessi come per legge e rivalutazione dalla data della corresponsione all'effettivo soddisfo, o la minore somma che l'Ill.mo Arbitro adito riterrà opportuna; in subordine, accertare e dichiarare la nullità del contratto quadro di collocamento e negoziazione titoli stipulato tra la Banca [...] e la [Ricorrente] ed accertare e dichiarare la nullità dei contratti di acquisto delle azioni [della] Banca [...] stipulato tra la Banca [...] e la [Ricorrente] in quanto avente ad oggetto titoli non contemplati nel contratto di negoziazione titoli, e, per l'effetto, condannare la Banca [...] a restituire alla [Ricorrente] la somma di € 15.129,39, oltre interessi come per legge e rivalutazione dalla data della corresponsione all'effettivo soddisfo, o la minore somma che l'Ill.mo Arbitro adito riterrà più opportuna; in via subordinata accertare e dichiarare invalido il contratto di acquisto dei titoli della*

*Banca [...] e la [Ricorrente]e, per l'effetto, condannare l'Istituto di credito alla restituzione in favore dell'attore della somma di € 15.129,39, oltre interessi come per legge e rivalutazione dalla data della corresponsione all'effettivo soddisfo, o la minore somma che l'Ill.mo Giudice adito riterrà più opportuna; in via subordinata accertare e dichiarare nullo, per tutte le motivazioni di cui al presente atto, il contratto di acquisto dei titoli della Banca [...] e la [Ricorrente]e, per l'effetto, condannare la Banca [...] alla restituzione in favore dell'attore della somma di € 15.129,39, oltre interessi come per legge e rivalutazione dalla data della corresponsione all'effettivo soddisfo, o la minore somma che l'Ill.mo Arbitro riterrà più opportuna; in via subordinata accertare e dichiarare annullabile il contratto di acquisto dei titoli della Banca [...] stipulato tra la Banca [...] e la [Ricorrente]e, per l'effetto, condannare la Banca [...] alla restituzione in favore dell'attore della somma di € 15.129,39 oltre interessi come per legge e rivalutazione dalla data della corresponsione all'effettivo soddisfo, o la minore somma che l'Ill.mo Arbitro adito riterrà più opportuna; in via subordinata accertare e dichiarare risolto il contratto di acquisto dei titoli della Banca [...] stipulato tra la Banca [...] e la [Ricorrente]e, per l'effetto, condannare la Banca [...] al risarcimento del danno in favore dell'attore della somma di € 15.129,39, oltre interessi come per legge e rivalutazione dalla data della corresponsione all'effettivo soddisfo, o la minore somma che l'Ill.mo Arbitro adito riterrà più opportuna; in ogni caso, condannare la Banca [...] a corrispondere le spese e competenze legali, oltre spese forfetarie, CPA ed IVA come per legge in favore del procuratore”.*

2. L'Intermediario si è costituito e ha contestato ogni addebito. Dopo aver ricostruito la dinamica dell'operatività oggetto della controversia, la Banca tiene a precisare che dalle informazioni rilasciate nei questionari Mifid sottoposti alle clienti (che rispettavano a pieno le norme vigenti, *ratione temporis* applicabili) erano emersi elementi del tutto congrui con l'operatività di che trattasi e la circostanza che le medesime fossero perfettamente a conoscenza della tipologia dell'investimento così sottoscritto. Specifica, altresì, l'Intermediario che, ai sensi

della normativa di settore, spetta all'investitore informare l'intermediario, nel caso in cui il proprio profilo di rischio subisca variazioni in corso di rapporto, circostanza nota anche a parte Ricorrente. La Banca precisa, inoltre, che al momento della sottoscrizione i titoli acquistati erano classificati come strumenti a "rischio medio", quindi ampiamente sottoscrivibili dalle odierne Ricorrenti e sottolinea anche che *"il profilo di rischio attribuito ad uno strumento finanziario non è statico ma dinamico, in funzione dell'andamento delle variabili di mercato utilizzate per l'attribuzione delle classi di rischio. Infatti, alla luce delle successive valutazioni la rischiosità del titolo è passata prima da rischio "medio" a "medio-alto", così come rilevasi dagli estratti conto titoli"*. A dire dell'Intermediario, il ritardo nella cessione delle azioni in possesso delle Ricorrenti rappresenterebbe, in realtà, la motivazione principale del ricorso; ritardo che, tuttavia, non può essere ricondotto ad un inadempimento contrattuale del medesimo, avendo egli a suo tempo istituito un "Mercato Interno" proprio allo scopo di facilitare l'incontro tra domanda e offerta senza, tuttavia, avere assunto obblighi ulteriori. Ed invero, la Banca precisa che su tale sistema interno, fino al suo funzionamento, sono risultati trattati gli ordini di cessione inseriti sino all'8.7.2015 mentre, a partire dal 30 giugno 2017, le azioni della Banca sono state ammesse alla negoziazione sul sistema multilaterale di negoziazione Hi-Mtf, segmento Order Driven azionario, e il vecchio sistema interno di negoziazione è stato disattivato, con conseguente aggiornamento della relativa strategia di esecuzione e trasmissione degli ordini della Banca. A tutto ciò avuto riguardo, il resistente formula conclusiva domanda di rigetto del ricorso.

3. Parte Ricorrente ha ritenuto di replicare per ribadire, nella sostanza, quanto già sostenuto in sede di ricorso, precisando altresì che tutte le domande riportate nei questionari MIFID non le sono mai state in realtà poste direttamente, con l'effetto *"che tutti i suddetti questionari non sono stati assolutamente compilati, consapevolmente, né, tantomeno, rifletterebero la effettiva propensione al rischio dei risparmiatori, sempre assolutamente bassa"*. Insiste, pertanto, nell'evidenziare il comportamento tenuto dalla Banca nei suoi confronti assolutamente non conforme alla normativa di settore, anzitutto con riguardo al *set* informativo messo

a disposizione e, poi, in sede di trattazione degli ordini di vendita successivamente impartiti, rimasti inevasi e ciò diversamente da ordini impartiti da altri clienti.

4. L'Intermediario in sede di repliche finali tiene a ribadire che non sussiste, in concreto, alcuna circostanza in virtù della quale la medesima *“si sia resa responsabile di condotte equivocabili e debba procedere a soddisfare le richieste dei ricorrenti”*.

## **DIRITTO**

**I.** Stanti le evidenze disponibili in atti, ritiene il Collegio che entrambi i ricorsi in esame siano fondatiti, per le ragioni e nei termini di seguito rappresentati.

Con riferimento alla doglianza relativa all'asserita invalidità delle operazioni d'investimento compiute per nullità del contratto quadro, questo Collegio rileva che l'Intermediario ha trasmesso copia del contratto-quadro di intermediazione finanziaria sottoscritto dalle Ricorrenti in data 27 agosto 2008, di talché non può che ritenersi che trattasi di domanda non fondata.

Con riferimento alle doglianze relative all'erronea profilatura di parte Ricorrente, le doglianze avanzate devono, invece, ritenersi fondate. E' sufficiente a tali fini rilevare che dalle risposte riportate nei questionari riferiti ad entrambe le Ricorrenti emerge una propensione al rischio che avrebbe tollerato perdite riferite *“solo a una piccola parte del mio/nostro capitale investito”*, allo scopo di *“Proteggere nel tempo il capitale investito e ricevere flussi di cassa periodici (cedole, dividendi...) anche contenuti, costanti e prevedibili”*. Sulla base di tali dati l'Intermediario ha valorizzato nel questionario uno specifico profilo sintetico di rischio *“medio-basso”* ed un'esperienza finanziaria *“media”* ed ha sostenuto che, al momento degli acquisti, i propri titoli, essendo definiti come strumenti a rischio *“medio”*, risultavano ampiamente sottoscrivibili dalle clienti, tanto da rivolgere ad esse specifica raccomandazione personalizzata consigliando una tale operatività. Ebbene, non è dato sapere in base a quale processo logico-valutativo il resistente abbia potuto esprimere un tale giudizio, essendo evidente l'obiettivo di conservazione del capitale perseguito dalle clienti, in sé non compatibile con un investimento di tipo azionario. Oltre ciò, non può convincere il fatto che

l'Intermediario avesse riconosciuto ai propri titoli azionari un profilo di “rischio basso” al momento della sottoscrizione, poi elevato a medio e medio-alto. Infatti, come già si è avuto modo di rilevare in casi analoghi, tale valutazione “*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, 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*” (v., tra le tante, decisione n. 127 del 29 novembre 2017).

Oltretutto, le operazioni d'investimento per cui è controversia vanno ritenute inadeguate anche per eccesso di concentrazione, avendo avuto quale effetto quello di una concentrazione massima del relativo portafoglio (100%) nei titoli di che trattasi, potendo allora richiamarsi quanto quest'Arbitro ha avuto modo di rilevare in sede di esame di fattispecie analoghe alla presente: “*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). Nel medesimo senso, è stato indicato 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, poi, alla contestata violazione delle disposizioni contenute nella Comunicazione Consob del 2 marzo 2009, n. 9019104 in materia di illiquidi, 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 presenti quantomeno con riferimento alle operazioni d'investimento concluse dopo l'adozione della Comunicazione in parola. Ebbene, in merito alla natura illiquida delle azioni emesse dalla Banca, il Collegio in un'analogo occasione 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 – 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).

Con riferimento, poi, più in generale all'inadempimento di parte convenuta agli obblighi informativi di cui la stessa è gravata, l'Intermediario non ha fornito elementi atti a dimostrare di non aver assolto i propri obblighi informativi se non in

modo meramente formalistico. Ebbene, ai sensi dell'art. 21 del T.U.F., nella prestazione dei servizi e delle attività di investimento, gli intermediari sono obbligati ad agire con diligenza, correttezza e trasparenza per soddisfare al meglio gli interessi dei propri clienti, nonché l'integrità del mercato; inoltre, gli stessi sono tenuti ad acquisire le informazioni necessarie per poter operare in modo che i clienti siano sempre adeguatamente informati, il che presuppone la messa a disposizione dell'investitore di un set informativo parametrato al suo profilo effettivo; informativa che, nel caso di specie, non risulta essere stata fornita agli odierni Ricorrenti. Gli specifici obblighi informativi incombenti sugli intermediari nel rapportarsi con la propria clientela si inseriscono, infatti, in un quadro normativo la cui pietra angolare risiede proprio nella capacità di servire al meglio gli interessi del singolo cliente, adattando la prestazione erogata in ragione delle specifiche caratteristiche (esperienza, conoscenza, obiettivi di investimento, situazione patrimoniale) del contraente. Informativa specifica che non risulta sia stata fornita nel caso di specie. Come questo Collegio ha ampiamente ribadito, *“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”* (Decisione n. 71 del 6 ottobre 2017).

L'insieme delle considerazioni di cui sopra induce, pertanto, conclusivamente il Collegio a ritenere che ciascuna delle Ricorrenti abbia diritto ad un ristoro che, in base alle evidenze in atti, può essere quantificato in € 14.471,60.

Nulla, invece, può essere riconosciuto a titolo di spese, non potendo esse essere considerate quale danno ai sensi del Regolamento ACF n. 19602/2016 (v. più ampiamente sul punto, tra le tante, decisione n. 156 del 20 dicembre 2017).



La somma così determinata deve essere rivalutata fino alla data della presente decisione (per € 361,79 in favore di ciascuna Ricorrente) e maggiorata degli interessi legali dalla data del reclamo sino al soddisfo.

### **PQM**

Il Collegio, in accoglimento dei ricorsi sopra richiamati, dichiara l'Intermediario tenuto a corrispondere a ciascuna Ricorrente, a titolo risarcitorio, la somma complessiva di € 14.883,39, comprensiva di rivalutazione monetaria, oltre interessi legali dalla data della 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](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 € 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