



**ARBITRO PER LE CONTROVERSIE FINANZIARIE**

Il Collegio  
composto dai Signori

Dott. G. E. Barbuzzi – Presidente  
Prof.ssa M. Rispoli Farina - Membro  
Prof. Avv. F. De Santis – Membro supplente  
Prof.ssa M.D. Braga – Membro supplente  
Prof. Avv. V. Farina – Membro supplente

Relatore: Prof. Avv. V. Farina

nella seduta 14 maggio 2019, in relazione al ricorso n. 2038, dopo aver esaminato la documentazione in atti, ha pronunciato la seguente decisione.

**FATTO**

*I.* La Ricorrente rappresenta di essere stata indotta “*ad acquistare, in più occasioni, i titoli azionari e obbligazionari (subordinati e convertibili)*” emessi dall’Intermediario odierno convenuto, per un importo complessivamente investito di € 89.008,50.

A tal proposito ella lamenta:

- “*l’invalidità di tutti gli acquisti dei titoli della Banca [...] per mancanza della forma scritta ad substantiam del contratto di deposito, amministrazione e negoziazione titoli*”, prevista dall’art. 23 del TUF e

dall'art. 37, comma 1, del Regolamento Consob 16190/2007 (“Regolamento Intermediari”);

- la responsabilità contrattuale e precontrattuale dell'Intermediario, che avrebbe posto in essere un comportamento contrario ai principi di diligenza, correttezza e trasparenza, sanciti dall'art. 21 del TUF.

Quanto ai fatti occorsi, la Ricorrente afferma che l'Intermediario avrebbe:

- *“completamente omesso di raccogliere correttamente ed adeguatamente tutte le informazioni necessarie ai fini dell'investimento, sia in relazione all'esperienza e conoscenza, sia in relazione agli obiettivi di investimento”*, all'uopo evidenziando di non essere in possesso di alcuna competenza specifica in ambito finanziario, essendo *“già anziana (ultrasettantenne)”* all'epoca degli acquisti dei titoli ed affetta sia da *“depressione cronica”*, che da *“deterioramento cognitivo, nonché una progressiva perdita della vista e dell'udito [...] tale da compromettere lo svolgimento della normale attività relazionale quotidiana. Tant'è che, in data 30.3.2015,, la competente Commissione – Invalidi civili dell'ASL le riconosceva un'invalidità civile grave al 100% e la necessità di un'assistenza continua”*. Ella aggiunge che i propri precedenti investimenti avevano avuto ad oggetto esclusivamente titoli obbligazionari e di non aver mai eseguito investimenti in titoli illiquidi, come invece poi registratosi per i titoli dell'odierno convenuto;
- omesso l'adozione delle *“precauzioni organizzative dovute in materia di conflitti di interessi e di informare [...] il cliente della fonte del conflitto di interessi”*.
- non fornito *“un'informazione adeguata in concreto”*, avendo non solo *“omesso di consegnare [...] la documentazione prevista dalla legge”*, ma anche di rendere informazioni circa *“la natura illiquida e particolarmente rischiosa dei titoli venduti”*, oltre che i *“rischi*

*rilevanti a cui andava incontro [...] elementi fondamentali per un acquisto consapevole”.*

La Ricorrente rileva, ancora:

- l’inadempimento degli obblighi sanciti dagli artt. 40, 41 e 42 del Regolamento Intermediari, nella misura in cui parte convenuta avrebbe omesso di valutare *“l’inadeguatezza, sotto diversi profili, ovvero, in subordine, l’inappropriatezza, degli acquisti dei titoli [...] vendibili solo a clienti con un profilo di rischio medio – alto e non di certo all’odierna esponente”*, raccomandando la sottoscrizione dei *“propri titoli – azioni e obbligazioni convertibili subordinate – illiquidi e altamente rischiosi”*;
- l’eccesso di concentrazione nel proprio portafoglio di titoli emessi dal resistente;
- l’inadempimento degli obblighi indicati nella Comunicazione Consob n. 9019104 del 2 marzo 2009 in materia di distribuzione di prodotti finanziari illiquidi, nonché la mancata adozione di *“tutti gli strumenti idonei a consentire un’effettiva valutazione dell’inadeguatezza e inappropriatezza dei prodotti venduti rispetto al profilo di rischio dell’odierna ricorrente.”*;
- quanto alla mancata vendita dei titoli di che trattasi, la *“violazione dell’obbligo cronologico delle vendite e dell’art. 49 del Reg. Consob n. 16190/2007”*, adducendo che *“quantomeno a livello indiziario”* la Banca avrebbe dato corso ad ordini di vendita impartiti successivamente ai propri, rimasti inevasi ricordando l’intervenuto svolgimento di alcune aste in cui *“alcuni azionisti di rilievo sarebbero [...] riusciti a vendere le proprie azioni, scavalcando l’ordine cronologico.”*

Su tali doglianze la Ricorrente radica conclusivamente la propria domanda di essere ristorata del danno occorso in misura pari a quanto complessivamente investito.

2. L’Intermediario, dopo aver rappresentato che Parte Ricorrente *“risulta titolare [...] del contratto dossier titoli [...] dal settembre 2007”*, ricostruisce le operazioni d’investimento poste in essere dalla cliente nei termini già illustrati da quest’ultima nel ricorso in esame. Inoltre, segnala che la Ricorrente risulta essere

stata sottoposta a tre questionari di profilatura, nel settembre 2007, nel settembre 2012 e nell'ottobre 2015.

Ciò premesso, il resistente replica alle doglianze di controparte sulla propria *“presunta responsabilità contrattuale e precontrattuale”* adducendo che, sulla base delle dichiarazioni rese dalla cliente in occasione di talune operazioni d'investimento, *“il set informativo e documentale sottoscritto [...] sia del tutto conforme a quanto previsto dalla normativa di riferimento”*. In particolare, rileva che la Ricorrente avrebbe – sia *“all’atto di adesione alla compagine societaria”*, sia *“in data 09.02.2009”* aderendo *“ad operazione di Aumento di Capitale sociale”* – espressamente preso atto del fatto che la Banca aveva un *“conflitto d’interesse [...] nell’operazione essendo la stessa sia emittente che offerente”*. Inoltre, aderendo alla richiamata operazione di aumento di capitale, la Ricorrente dichiarava di *“accettare integralmente il contenuto del “Prospetto Informativo” nonché di aver “preso visione in particolare del capitolo “Fattori di Rischio”; oltre ciò, “di essere a conoscenza dei rischi tipici relativi all’investimento” e “di aver ricevuto e preso visione in ogni sua parte, letto e compreso le schede prodotto”* all’atto di adesione agli aumenti di capitale 2013 e 2014.

L’Intermediario contesta anche quanto affermato dalla Ricorrente relativamente alla *“mancata conoscenza in materia”* finanziaria, segnalando come questi, *“in uno agli altri cointestatari del rapporto, abbia sottoscritto questionari per la rilevazione del profilo da cui emergeva un profilo di rischio alto e un’esperienza finanziaria alta; tale circostanza viene confermata [...] nel questionario di profilatura sottoscritto nell’ottobre 2015, nel quale [...] i cointestatari continuavano ad affermare [...] che, a fronte di un’aspettativa di rendimento alta sarebbero stati disposti a tollerare una perdita anche significativa del patrimonio investito.”*

La Banca rappresenta, inoltre, di aver adeguatamente raccolto le informazioni utili alla profilatura della Ricorrente sulla base della normativa applicabile *ratione temporis* e, ritenendo che le risposte fornite fossero del tutto coerenti con gli strumenti finanziari sottoscritti, asserisce che nessuna contestazione possa essere mossa al proprio operato sotto tale aspetto.

Con riguardo al giudizio di adeguatezza dei titoli di che trattasi, il convenuto, premesso che il profilo di rischio di uno strumento finanziario *“non è statico ma dinamico”*, sostiene che *“al momento della sottoscrizione, il titolo ‘azioni...’ fosse classificato a “rischio basso”, quindi ampiamente sottoscrivibile”* dalla Ricorrente che, infatti, *“autorizzava ed espressamente richiedeva l’operazione”*. L’Intermediario ricorda, inoltre, che la *policy* seguita per valutare la rischiosità degli strumenti del Gruppo di appartenenza *“fatto salvo il maggior patrimonio informativo disponibile, segue l’approccio previsto per tutti gli altri strumenti finanziari”*, da ciò conseguendo che *“al momento della sottoscrizione del titolo [...] lo stesso aveva un grado di liquidità sicuramente maggiore rispetto a quello assunto al momento dell’ordine di cessione”*, tenendo a tal proposito a segnalare che le informazioni *“relative al grado di liquidità erano, in ogni caso, state tutte prospettate al cliente.”*

L’Intermediario, poi, evidenzia che la Ricorrente *“ha nel tempo sottoscritto, con un’operatività di trading quasi febbrile, numerosi strumenti finanziari, tra cui titoli azionari, titoli obbligazionari, titoli di stato e quote di fondi di investimento, nonché gestioni patrimoniali finanziarie [...] operazioni che hanno generato, nel tempo, ingenti somme.”*, percependo in tale contesto anche dividendi per complessivi € 1.007,83.

Con riferimento, poi, all’asserita violazione della Comunicazione Consob n. 909104/2009 sui titoli illiquidi, il resistente rappresenta preliminarmente come *“le azioni dalla stessa emesse non fossero caratterizzate dal carattere di illiquidità sino a quando tale informazione non è stata resa nota alla cliente (con l’estratto conto 2015)”*, ricordando che la liquidità dei propri titoli azionari era assicurata dal proprio sistema di negoziazione interno, dal cui avvio *“nessun ordine di vendita era stato evaso con tempi di attesa superiori a 90 giorni”*. Inoltre, nella *“informativa contenuta negli estratti conto inviati all’investitore è stato dato atto dell’intervenuto peggioramento del rischio relativo al titolo in esame, da “medio” a “medio – alto”*.

Da ultimo, in argomento, la Banca ribadisce di ritenere di aver perfettamente adempiuto ai propri obblighi informativi sottolineando, tra l’altro, come

*“l’informativa predisposta e contenuta nel prospetto informativo è certamente l’informativa più dettagliata, completa ed esaustiva che si possa fornire a ciascun singolo investitore rispetto agli strumenti finanziari”.*

Quanto al contestato ritardo nella cessione dei titoli di che trattasi, la Banca - espresso l’avviso che *“la motivazione principale del ricorso in esame rinvienga dal ritardo nella cessione delle azioni...”* - adduce una serie di elementi fattuali finalizzati a dimostrare come tale ritardo non sia imputabile alla stessa, a tal proposito evidenziando di aver informato la Ricorrente, a tempo debito, dell’avvenuta ammissione delle proprie azioni sul sistema multilaterale di negoziazione Hi-Mtf e della contestuale disattivazione del sistema di negoziazione interno dei titoli. Peraltro, mentre ordinariamente il mutamento della sede di negoziazione *“in ragione delle differenti caratteristiche degli ordini”* ne comporta la decadenza, *“al fine di facilitare il passaggio alla nuova sede di negoziazione, ha mantenuto la priorità temporale degli ordini originariamente impartiti nel sistema di negoziazione interno”*. La mancata esecuzione degli ordini di cessione della cliente, quindi, non può configurare un proprio inadempimento, esaurendosi l’obbligo in quello di assicurare l’esecuzione *“degli ordini di vendita delle azioni [...] impartiti dai clienti secondo un ordine cronologico”*; inoltre, *“in nessuna della documentazione citata né in altra documentazione consegnata alla clientela, si fa riferimento all’impegno assunto dalla Banca ad evadere gli ordini di cessione [...] nel termine massimo di 90 giorni”*.

Così richiamate le argomentazioni difensive dell’Intermediario convenuto, su tali basi viene conclusivamente formulata domanda di rigetto del ricorso in esame, per sua infondatezza nel merito.

**3.**La Ricorrente, nelle sue deduzioni integrative, segnala preliminarmente che *“la Banca ha depositato esclusivamente un contratto di amministrazione, deposito e negoziazione datato 17.09.2007, ossia antecedente all’entrata in vigore della Mifid”*. Da tale circostanza ella deduce *“la nullità degli ordini di acquisto delle azioni [...] in quanto stipulati sulla base di un contratto ‘quadro’ non adeguato alla nuova disciplina [...] e, pertanto, totalmente inefficace, perché privo dei*

*necessari contenuti informativi imposti dalla nota Direttiva”;* rileva, altresì, che il “*documento di sintesi del contratto quadro non è valido perché viola il contenuto tassativo [...] fissato dall’art. 37 del Regolamento Consob n. 16190/2007*”, mancando “*l’indicazione dei punti c), e), g) [...] e, soprattutto, nell’ultima pagina del documento, è scritto testualmente che il cliente dichiara : “di non avvalermi del diritto di ricevere l’informativa precontrattuale [...] rinuncia illegittima dopo l’introduzione della MiFID”*”.

Oltre ciò, l’ordine di acquisto del 3.1.2013 risulterebbe privo di sottoscrizione, disconoscendo la firma apposta in calce allo stesso.

Con riferimento, poi, all’acquisto azionario del 10.11.2011, ne rileva l’invalidità, per assenza di un valido questionario Mifid, “*atteso che quello del 17.09.2007, essendo stato firmato più di 4 anni prima, è inidoneo a reggere il predetto acquisto.*”.

Con riguardo a quanto affermato dalla Banca sull’avvenuta consegna della documentazione informativa, rileva che “*l’obbligo di informazione non è assolto con la mera consegna di documenti che forniscano un’informativa generale dei vari rischi e dei vari prodotti*”; né “*... risulta in alcun modo provato che la Banca, in tutte le operazioni qui contestate, abbia specificamente informato [...] della natura e delle specifiche caratteristiche del prodotto venduto*”.

Reitera, poi, nella sostanza anche tutte le doglianze già svolte relative alla violazione delle previsioni di cui alla Comunicazione Consob n. 9019104 del 2 marzo 2009 rilevando che, negando la natura illiquida delle proprie azioni al momento dell’esecuzione delle operazioni, la Banca avrebbe implicitamente ammesso di non aver “*rispettato i più stringenti obblighi previsti dalla Comunicazione*”, considerato che “*a nulla rileva il sistema di negoziazione interno previsto dalla banca che, comunque, non poteva mai assicurare lo scambio e rendere titoli che, di certo, non lo erano*”. La Ricorrente rileva anche che “*tra le operazioni di acquisto contestate, vi sono anche quelle eseguite, sempre in regime di consulenza, proprio il 4.12.2014 e il 23.9.2015, allorquando il c.d. “mercato interno” era già ingolfato e l’illiquidità e la rischiosità dei titoli erano bene note alla banca*”.

Circa la contestata profilatura degli strumenti finanziari oggetto delle operazioni d'investimento, la Ricorrente evidenzia che la Banca, *“sulla base di considerazioni apodittiche, unilaterali e opinabili autonomamente valutava le proprie azioni con un rischio “medio” o addirittura “basso”, mentre questo Arbitro ha già avuto modo di affermare che detta profilatura “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”.*

In merito alla propria profilatura, ricorda preliminarmente di non aver *“mai esercitato in passato alcuna professione avente una qualche attinenza con le attività finanziarie”* e di aver *“sempre massicciamente investito in titoli di Stato e obbligazioni”,* segnalando che *“vi è prova documentale che è stata la banca a raccomandare tutti gli acquisti più rilevanti dal 2013 in poi [...] in violazione della regola anche pattizia, di non consigliare l'acquisto di azioni proprie.”*

Oltre ciò, i questionari depositati *“risultano [...] raccolti dalla banca in assenza di un accordo coi i cointestatari [...] in netta ed evidente violazione dell'Orientamento ESMA n.7”* su alcuni aspetti dei requisiti di adeguatezza della direttiva MiFID, secondo cui, in presenza di più soggetti profilati con un unico questionario, vi è l'onere di produrre un accordo in tal senso, ovvero, in mancanza di ciò, prendere in considerazione il cliente con la situazione finanziaria più debole. Pertanto, l'Intermediario resistente, nella sua profilatura, *“avrebbe dovuto tenere in debita considerazione sia l'età avanzata [della Ricorrente], sia la sua totale mancanza di competenza ed esperienza nel settore dell'intermediazione finanziaria”,* al fine di *“tutelare [...] il soggetto con meno competenze”.* D'altronde, la Banca avrebbe *“costruito tali questionari solo al fine di fare emergere un profilo di rischio medio-alto” [...] e poter piazzare [...] alla odierna esponente le azioni e le obbligazioni subordinate.”.*

Con riguardo alla nota prodotta dall'Intermediario in occasione dell'acquisto del 3.01.2013 a conferma dell'avvenuta comunicazione del superamento della soglia di concentrazione, il Ricorrente ritiene che appare *“davvero arduo negare l'incoerenza logico funzionale dell'operato dell'intermediario, il quale, in sede di*



*prestazione del servizio di consulenza, raccomanda al ricorrente di effettuare l'investimento, salvo segnalarne l'inadeguatezza il medesimo giorno". Sempre con riferimento a tale aspetto, il Ricorrente lamenta che, nonostante l'eccessiva concentrazione nel proprio portafoglio di prodotti d'investimento emessi dalla Banca, questa ha raccomandato la sottoscrizione di propri prodotti finanziari "senza alcun avvertimento della loro inadeguatezza per eccesso di concentrazione".*

4. In sede di repliche finali, l'Intermediario richiama sostanzialmente quanto già argomentato, eccepito e dedotto in fase di prime deduzioni, non ritenendo che le repliche di controparte offrano spunti argomentativi nuovi rispetto ai contenuti del ricorso introduttivo.

#### **DIRITTO**

Le evidenze disponibili in atti consentono a questo Collegio di esprimersi nei termini di seguito riportati.

La Ricorrente ritiene, anzitutto, nulli gli ordini di acquisto per assenza di un valido contratto quadro per la prestazione di servizi di investimento.

A tal proposito risulta, in effetti, versato in atti dall'Intermediario esclusivamente un contratto di deposito, custodia e amministrazione titoli datato 17 settembre 2007, corredato dal "*Documento sui rischi generali degli investimenti in strumenti finanziari*", di cui al Regolamento Consob 11522/98, e non anche il contratto per la prestazione di servizi di investimento (contratto quadro). E' presente, di contro, in atti la "*Proposta di modifica unilaterale del contratto di servizi e attività di investimento*", datata 5 ottobre 2015, in cui si fa riferimento ad un "*Contratto di Servizi e Attività di investimento e Servizi Accessori*", precedentemente sottoscritto dalla Ricorrente che, tuttavia, non è stato prodotto.

Orbene, non vi è alcuna prova che il contratto quadro sia stato, ai sensi dell'art. 23 del TUF, redatto per iscritto e che "*un esemplare sia stato consegnato*" alla cliente odierna Ricorrente. In merito, come puntualmente rilevato dalle Sezioni Unite della Suprema Corte (Cass. Civ., 23/01/2018, n. 1653), "*La nullità per difetto di forma è posta nell'interesse del cliente, così come è a tutela di questi la*

*previsione della consegna del contratto, il cui contenuto, previsto di base dall'art. 30 del regolamento Consob, siccome prevedente le modalità di svolgimento del rapporto, deve rimanere a disposizione dell'investitore".* Sempre le Sezioni Unite, dopo aver valorizzato la forma del contratto in chiave funzionale (e non come mero dato strutturale) ed avere conseguentemente escluso il ruolo determinante della sottoscrizione dell'intermediario ai fini della tutela dell'interesse del cliente, fanno riferimento ad un vincolo di forma "*composito*", riconoscendo in tal guisa il ruolo formale della *traditio* di un "*esemplare*" del contratto, inteso come documento in uno con il suo contenuto.

Anche ove si volesse intendere, sia pur con insuperabili difficoltà ermeneutiche, che la consegna riguardi non già il contratto quadro, bensì la proposta, gli è che nel caso di specie manca, per l'appunto, anche la proposta di contratto quadro redatta in forma scritta e sottoscritta dalla cliente. In questo contesto, qualsivoglia proposta modificativa, datata per giunta nel caso di specie 5 ottobre 2015, non assurge a funzione salvifica del difetto di forma di un contratto in precedenza (non) concluso, per totale assenza di un atto in forma scritta, pur richiesta *ad substantiam*, potendosi modificare solo un contratto che esiste in quanto venuto già a giuridica esistenza.

Così argomentando, nel caso di specie alla nullità del contratto quadro consegue, ineluttabile, la nullità degli ordini di acquisto disposti ed insorge il conseguente obbligo di restituzione della somma corrisposta, gravata di interessi.

Nel nostro caso, va detto, la restituzione è stata richiesta per tutti gli ordini, senza il ricorso ad una potenzialmente censurabile nullità cd. "selettiva", riconducibile secondo alcuni nell'alveo censurabile dell'abuso del diritto.

Ogni ulteriore motivo di ricorso risulta assorbito da quanto testè rilevato.

Passando, dunque, alla quantificazione del ristoro da riconoscersi in questa sede a favore della Ricorrente, esso non può che parametrarsi alla somma complessivamente investita, che risulta essere pari € 82.102,41, oltre interessi sino al soddisfo.

### **PQM**

Il Collegio, in accoglimento del ricorso, dichiara l'intermediario tenuto a corrispondere alla Ricorrente la somma di € 82.102,41, oltre interessi legali 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 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 € 500,00, 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