



Decisione n. 1811 dell'8 agosto 2019

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 15 luglio 2019, in relazione al ricorso n. 2547, dopo aver esaminato la documentazione in atti, ha pronunciato la seguente decisione.

**FATTO**

*I. La Ricorrente rappresenta di essere stata indotta “nel corso degli anni [...] ad acquistare, in più occasioni, i titoli azionari e obbligazionari convertibili” dall’Intermediario emessi, versando complessivamente la somma di “circa” € 184.872,47. In riferimento all’operatività in parola, ella lamenta: i) “l’invalidità di tutti gli acquisti delle azioni della Banca [...] per mancanza della forma scritta ad substantiam del contratto di deposito, amministrazione e negoziazione titoli” prevista dall’art. 23 del T.U.F. e dall’art. 37, comma 1, del Regolamento Intermediari; ii) la responsabilità contrattuale e precontrattuale dell’Intermediario convenuto, che avrebbe posto in essere un comportamento contrario ai principi di diligenza, correttezza e trasparenza, sanciti a norma*

dell'art. 21 del T.U.F., avendo la Banca “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 [della Ricorrente]”, atteso che la Ricorrente “non aveva – e non ha, di certo – mai maturato, in forza degli studi e della professione svolta, alcun tipo di esperienza e conoscenza del settore dell'intermediazione finanziaria”; iii) la mancanza di un'informazione adeguata in concreto, avendo l'Intermediario “omesso di consegnare [...] la documentazione prevista dalla legge” e di fornire indicazioni circa i “rischi rilevanti a cui andava incontro [...] elementi fondamentali per un acquisto consapevole”; iv) l'inadempimento degli obblighi sanciti dagli artt. 40, 41 e 42 del Regolamento Intermediari nella misura in cui l'Intermediario avrebbe omesso di rilevare “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'odierno esponente”; v) l'eccesso di concentrazione nel proprio portafoglio finanziario di titoli emessi dalla Banca; vi) l'inadempimento degli obblighi indicati nella Comunicazione Consob n. 9019104 del 2 marzo 2009 in materia di strumenti finanziari illiquidi; vii) 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 al proprio, impartito il “15 dicembre 2016” e rimasto inevaso, ricordando l'intervenuto svolgimento di alcune aste in cui “alcuni azionisti di rilievo sarebbero [...] riusciti a vendere le proprie azioni, scavalcando l'ordine cronologico”. Pertanto, conclusivamente, la Ricorrente adisce l'ACF onde sentir: “in via principale, [...] accertare e dichiarare i vizi di forma, ovvero le violazioni e l'inadempimento della convenuta Banca [...] rispetto alle prescrizioni contenute nel TUIF D.Lgs.n.58/98, nei Regolamenti Consob 16190/2007 e nella Comunicazione n. 9019104/2009 e, per l'effetto, accertare e dichiarare la nullità, l'inefficacia, ovvero pronunciare la risoluzione ex art. 1453 cc. [...] ovvero pronunciare la responsabilità contrattuale e/o precontrattuale della Banca rispetto ai contratti di compravendita dei titoli [...]

*e comunque condannare [...] alla restituzione della somma investita [...] ovvero al risarcimento del danno subito, pari all'importo di € 184.872,47 [...] oltre interessi legali e maggior danno da svalutazione monetaria [...] dalla data della domanda e sino al soddisfo, ovvero di quell'altra somma – maggiore o minore - che risulterà giusta e provata”.*

2. L'Intermediario, nelle proprie deduzioni, dopo aver rappresentato che la Ricorrente “*risulta titolare di dossier titoli sin dal 1996, così come da tale data risulta essere socia della Banca*”, respinge ogni addebito. Controbatte alle doglianze sulla propria “*responsabilità contrattuale e precontrattuale*” adducendo che “*il set informativo e documentale sottoscritto [...] sia del tutto conforme a quanto previsto dalla normativa di riferimento*”. In particolare, la Banca rileva che la Ricorrente, aderendo all'aumento di capitale deliberato nel 2013, avrebbe espressamente dichiarato “*di accettare senza riserva i termini e le condizioni dell'offerta illustrate nel prospetto*”, nonché “*di essere a conoscenza del conflitto di interessi che aveva la Banca [...] nell'operazione, essendo la stessa sia emittente che offerente*”. La Banca contesta, pertanto, tutto quanto affermato dalla Ricorrente sulla sua “*mancata conoscenza in materia*” finanziaria, sostenendo come la stessa “*fosse perfettamente a conoscenza della tipologia dell'investimento sottoscritto*”. Con riferimento, poi, al mutamento del profilo di rischio riscontrato a seguito della sottoposizione di un ulteriore questionario di profilatura nel 2015, la Banca rileva che “*nel riscontrare le domande del questionario, proprio in forza della maturata volontà di procedere alla vendita delle azioni [...] in proprio possesso (la data di cessione dell'ordine -18.12.2015-, infatti, è pari al giorno successivo alla compilazione del questionario) la ricorrente avesse interesse a fare strumentalmente emergere un profilo di investimento più conservativo*” e che tale profilo più prudenziale “*non può in alcun modo influire retroattivamente (né invalidare) le dichiarazioni rese in precedenza che non apparivano e tutt'ora non appaiono divergenti rispetto alle caratteristiche dello stesso*”. 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*”. Ciò essendo, l'Intermediario fa

presente 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”* rilevando, peraltro, che *“il titolo [...] ha assunto un rischio di liquidità più elevato nel 2015 e 2017 in applicazione tempo per tempo delle policy di valutazione e tali variazioni indicate alle clienti nell’estratto conto titoli al 31.12.2015 e 30.06.2017”*. Con riferimento all’asserita violazione delle regole contenute nella Comunicazione Consob n. 909104/2009 sui titoli illiquidi, la Banca rappresenta preliminarmente che i titoli *“al momento della sottoscrizione, non erano classificati come illiquidi”*, ricordando che la liquidità dei propri titoli azionari era assicurata dal proprio sistema di negoziazione interno dal cui avvio *“i tempi medi di evasione delle richieste di cessione sono inferiori a 90 giorni”*. La Banca sostiene, quindi, che *“le negoziazioni successive all’ultimo aumento di capitale del 2015, nonché quelle tenutesi nel 2016 e fino alla sospensione del febbraio 2017 per il successivo passaggio al mercato Hi.MTF, hanno registrato via via in misura crescente il dilatarsi dei tempi di evasione degli ordini di cessione a causa del sensibile incremento delle richieste di vendita e della decisa contrazione delle richieste di acquisto”*. Inoltre, fa presente che nella *“informativa contenuta negli estratti conto inviati è stato dato atto dell’intervenuto peggioramento del rischio relativo al titolo in esame, da “medio” a “medio-alto”, segnalando altresì che “nella policy di valutazione di adeguatezza nella prestazione del servizio di “consulenza in materia di investimenti”, già in vigore nel novembre 2012, si dava atto del fatto che, da un punto di vista statistico, i tempi di smobilizzo delle azioni erano storicamente inferiori ai 90 giorni, ma che tale circostanza non comportava evidentemente alcuna garanzia per il futuro in merito ai tempi di smobilizzo delle azioni medesime”*. La Banca tiene a ribadire che i propri obblighi informativi sono *“stati perfettamente adempiuti”*, 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”*. Infine, la Banca rappresenta come *“la motivazione principale del ricorso in esame rinvenga dal ritardo nella cessione delle azioni”*, adducendo una serie di elementi fattuali finalizzati a

dimostrare come tale ritardo non sia imputabile alla stessa. La Banca rappresenta di aver, infatti, debitamente informato la Ricorrente 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 esecuzione, ha mantenuto la priorità temporale degli ordini originariamente impartiti nel sistema di negoziazione interno”*. La mancata esecuzione degli ordini di cessione, quindi, non può ricondursi all'inadempimento dei doveri gravanti sulla Banca, su cui ricadrebbe, come indicato nel Regolamento del sistema interno di negoziazione, esclusivamente l'obbligo di assicurare l'esecuzione *“degli ordini di vendita delle azioni [...] impartiti dai clienti secondo un criterio cronologico”* considerato che *“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”*. Da ultimo, la Banca segnala che la Ricorrente *“ha presentato ordine di cessione di nr. 8.500 azioni [...] in data 18.12.2015 [...], nel precedente mercato interno; tale ordine non è stato confermato al nuovo prezzo stabilito dall'Assemblea dei Soci 2016; in data 13.01.2017, la cliente ha conferito nuovo ordine per la totalità dei pezzi in proprio possesso, per il tramite di altro intermediario [...] decaduto con il passaggio al mercato Hi-Mtf”*.

3. Parte Ricorrente, in risposta alle deduzioni di parte Resistente, ribadisce nella sostanza quanto rappresentato in sede di ricorso e ha tenuto, altresì, a precisare che *“non risulta in alcun modo provato che la Banca, al momento dell'acquisto (eseguito in data 15.1.2013 [...]), abbia specificamente informato [...] della natura e delle specifiche caratteristiche del prodotto venduto”* fornendo *“un'informazione adeguata in concreto”*; peraltro, tali obblighi informativi avrebbero dovuto essere assolti in modo particolarmente stringente trattandosi, tra l'altro, di *“obbligazioni convertibili che [...], proprio a causa del “nomen” (ossia “obbligazioni”) vengono percepiti come prodotti a basso rischio e a capitale garantito”*. Rileva, altresì, la nullità delle operazioni d'investimento

riguardanti la sottoscrizione delle azioni della Banca per violazione dell'art. 2, cap. 4, del contratto quadro secondo cui l'Intermediario *“non fornisce raccomandazioni con riferimento alle azioni di propria emissione”*; al contrario, *“l'acquisto di azioni e di obbligazioni convertibili datato 15.1.2013, qui contestato, è stato espressamente raccomandato per iscritto dalla convenuta [...] in violazione della disposizione poc'anzi richiamata”*.

4. In sede di repliche finali, l'Intermediario rappresenta che le argomentazioni svolte dal Ricorrente in sede di controdeduzioni integrative richiamano sostanzialmente quanto già argomentato, eccepito, avanzato e dedotto nel ricorso introduttivo, per il che rinvia a quanto già eccepito in sede di prime deduzioni.

## **DIRITTO**

1. Stanti le evidenze disponibili in atti, l'eccezione di nullità, ex art. 23 TUF presentata dalla Ricorrente per mancanza del relativo contratto quadro, non può essere accolta. L'intermediario, infatti, ha trasmesso copia del contratto quadro di intermediazione finanziaria datato 26 novembre 2012 contrastando così utilmente la contestata nullità delle operazioni d'investimento per cui è controversia. Quanto, poi, all'unica operazione conclusa antecedentemente a tale data, la stessa risulta comunque estranea al perimetro del presente ricorso in quanto effettuata nel 1996 e, dunque, prima dell'entrata in vigore dell'art. 25-bis del T.U.F. (12 gennaio 2006). Sul punto, questo Collegio ha già avuto modo di rilevare che, con riferimento alle operazioni effettuate prima di tale data, nessuna valutazione può essere espressa *“trattandosi di acquisti eseguiti tramite sottoscrizione di aumenti di capitale e di emissioni di prestiti obbligazionari convertibili in data antecedente all'introduzione dell'art. 25-bis TUF, e dunque in epoca in cui la distribuzione da parte delle banche di propri prodotti finanziari in sede di emissione era ricondotta all'attività di “raccolta del risparmio”, ai sensi dell'art. 11 del TUB, risultando così sottratta all'applicazione – e ai conseguenti obblighi per l'intermediario – della disciplina in tema di prestazione dei servizi di investimento”* (decisione 657 del 24 luglio 2018).

2. Quanto al resto, il ricorso è da ritenersi fondato e va, dunque, accolto per le ragioni di seguito rappresentate.

3. Con riferimento alla doglianza relativa alla profilatura della Ricorrente, emergono vari profili di criticità e incongruenze con riguardo all'operato della Banca. In primo luogo, con riferimento al profilo di rischio riconosciuto a esito dei Questionari 2012 e 2013, la dichiarata *“competenza specifica in ambito finanziario in forza degli studi e della professione svolta”* asseritamente propria della cliente, risulta non compatibile con il profilo dell'odierna Ricorrente, come evincibile dalle evidenze disponibili (soggetto di età avanzata che, *“prima di andare in pensione nel 2015, aveva lavorato come semplice insegnante di scuola elementare”*). Ebbene, diversamente da quel che emerge dalle risultanze istruttorie, *“l'Intermediario avrebbe dovuto [...] non limitarsi alla formale acquisizione di dichiarazioni sull'orizzonte temporale di lungo periodo (superiore ai sessanta mesi) [...] deve tenere in particolare conto, tra l'altro, l'età anagrafica degli investitori, la quale potrebbe risultare incompatibile con la sottoscrizione di strumenti finanziari che presuppongano orizzonti temporali superiori ai sessanta mesi e quindi carenti di adeguatezza al caso singolo. In punto di corretta profilatura degli orizzonti temporali, da rapportarsi (anche) all'età dell'investitore, questo Collegio già ha avuto occasione di pronunciarsi in numerosi casi; tra questi, meritevoli di segnalazione sono almeno le Decisioni n. 2 del 5 giugno 2017; n. 21 del 18 luglio 2017; n. 24 del 31 luglio 2017; n. 108 del 16 novembre 2017; n. 184 del 12 gennaio 2018”* (Decisione n. 389 del 18 aprile 2018). Oltretutto, l'attribuzione di un profilo di rischio “medio” risulta difficilmente compatibile con il dichiarato obiettivo di *“proteggere nel tempo il capitale investito e ricevere flussi di cassa periodici [...] anche contenuti, costanti e prevedibili”* e con la natura dei titoli oggetto d'investimento.

Né, a quest'ultimo riguardo, può sottacersi la circostanza che sugli Intermediari grava anche un generale obbligo di profilatura dei singoli prodotti, costituendo ciò un presupposto logico per l'attuazione di una corretta valutazione dell'adeguatezza degli stessi rispetto al profilo di rischio del cliente. Sotto tale aspetto, rappresenta ulteriore elemento di criticità la circostanza che l'Intermediario abbia riconosciuto ai propri titoli azionari un profilo di *“rischio*

*medio” al tempo dei fatti. In casi analoghi, il Collegio ha già avuto modo di rilevare che una 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” (decisione n. 127 del 29 novembre 2017).*

L’operatività per cui è controversia, in ogni caso, doveva altresì ritenersi complessivamente inadeguata anche in ragione dell’eccesso di concentrazione di strumenti finanziari emessi dalla Banca nel *dossier* titoli della Ricorrente, così venutosi a creare. In varie fattispecie analoghe, d’altronde, questo Collegio ha già avuto modo di rilevare che *“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 n. 262 del 9 febbraio 2018). Nello stesso senso, del resto, 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 n. 314 del 9 marzo 2018).

Con riferimento, poi, alla doglianza relativa alla violazione delle disposizioni di cui alla Comunicazione Consob del 2 marzo 2009, appare dirimente la circostanza secondo cui la Banca, non considerando illiquidi i propri titoli azionari, ha implicitamente riconosciuto di non aver rispettato i più stringenti



obblighi ivi previsti. Sul punto, il Collegio in un’analoga occasione ha affermato che *“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 n. 380 del 13 aprile 2018).

Parte Resistente, inoltre, non ha fornito elementi atti a dimostrare di non aver assolto in modo meramente formalistico gli obblighi informativi previsti dalla normativa di settore. In casi analoghi, questo Collegio ha già avuto modo di rilevare che la formale sottoscrizione di dichiarazioni attestanti la presa visione di documentazione informativa relativa allo strumento finanziario sottoscritto è insufficiente a far ritenere adeguatamente assolti gli obblighi informativi gravanti sull’Intermediario. Infatti, *“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).*

Con riferimento, infine, alle doglianze relative alla mancata cessione dei titoli per cui è controversia, i fatti posti a base di tale domanda, per come esplicitati nel ricorso, risultano sforniti di un supporto probatorio o anche solo indiziario, non potendosi ritenere sufficiente quanto asserito, ma non documentato nel ricorso stesso, né potendosi far discendere in capo all’odierno convenuto la responsabilità risarcitoria auspicata dalla Ricorrente dal solo fatto che, in effetti, una mancata esecuzione dell’ordine di vendita in parola vi sia stata. Sul punto, infatti, “... mentre è onere dell’intermediario dimostrare di avere agito con tutta la diligenza richiesta, è onere del ricorrente fornire adeguata evidenza che la violazione che egli imputa all’intermediario medesimo gli abbia provocato un danno concreto ed attuale. Non avendo il ricorrente soddisfatto tale onere, il ricorso non può che ritenersi conclusivamente infondato” (Decisione n. 1391 del 30 gennaio 2019).

Sulla base di quanto sopra rilevato, assorbente di ogni altro profilo violativo, e alla luce della previsione di cui all’art. 15, comma 2, del Regolamento ACF, il Collegio ritiene conclusivamente accertata la responsabilità, sotto il profilo risarcitorio del danno occorso, dell’Intermediario con riguardo alle carenze informative e comportamentali all’atto degli investimenti di che trattasi, quantificando il danno occorso nei termini di seguito indicati. Dovendosi escludere dal perimetro del presente ricorso le operazioni avvenute prima del 12 gennaio 2006 – data di entrata in vigore dell’art. 25-bis T.U.F. – l’importo complessivamente investito dalla Ricorrente risulta pari a € 157.435,20. Da tale importo va detratto quanto percepito a titolo di dividendi (€ 2.042,95) e di cedole (€ 7.013,57). Ancora, occorre detrarre il valore (€ 2,38 cd.) delle azioni inserite nel *dossier* titoli della Ricorrente, attualmente quotate sul mercato HI-MTF, per complessivi € 45.660,30 per un importo finale, da riconoscere in questa sede,

pari a € 102.718,38, oltre alla rivalutazione monetaria per € 4.880,49 e interessi legali sino al soddisfo.

### **PQM**

In accoglimento del ricorso nei termini sopra delineati, il Collegio dichiara l'Intermediario tenuto a corrispondere in favore della Ricorrente, a titolo di risarcimento, la somma di € 107.598,87 comprensiva di rivalutazione monetaria, 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 € 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