



Arbitro per le Controversie Finanziarie

Decisione n. 2428 del 6 aprile 2020

## **ARBITRO PER LE CONTROVERSIE FINANZIARIE**

Il Collegio  
composto dai Signori

Dr. 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: Cons. Avv. D. Morgante

nella seduta del 20 gennaio 2020, in relazione al ricorso n. 2943, dopo aver esaminato la documentazione in atti, ha pronunciato la seguente decisione.

### **FATTO**

*I.* La controversia sottoposta alla cognizione del Collegio concerne il tema del non corretto adempimento, da parte dell'Intermediario, degli obblighi inerenti la prestazione dei servizi d'investimento, con riferimento, in particolare, all'omessa o, comunque, non corretta informazione sulle caratteristiche dello strumento finanziario, alla mancata rilevazione della non adeguatezza degli ordini di acquisto, nonché, limitatamente alla prima operazione contestata, all'inefficacia della stessa nei confronti del Ricorrente per essere stata compiuta dal delegato oltre i limiti della delega conferita.

Questi, in sintesi, i fatti oggetto del procedimento.

2. Dopo aver presentato reclamo in data 7 maggio 2018, cui l'Intermediario ha fornito riscontro in maniera giudicata insoddisfacente, il Ricorrente si è rivolto all'Arbitro per le Controversie Finanziarie rappresentando quanto segue.

Il Ricorrente espone di aver acquistato, con due distinte operazioni, azioni emesse dalla Banca per complessivi € 15.748,95 e in particolare: in data 15 ottobre 2013, n. 424 azioni per € 7.865,20; in data 24 gennaio 2014, n. 425 azioni per € 7.883,75. Il Ricorrente lamenta che l'Intermediario si sarebbe reso inadempiente agli obblighi da cui era gravato nella prestazione dei servizi di investimento.

Relativamente all'ordine di acquisto del 15 ottobre 2013, il Ricorrente contesta che l'ordine sarebbe improduttivo di effetti nei suoi confronti poiché sarebbe stato impartito dalla moglie oltre i limiti della delega conferitale. Infatti, secondo quanto si evincerebbe dalla delega rilasciata in data 28 agosto 2003, quest'ultima aveva *“soltanto la facoltà di ritirare i titoli, di incassare le cedole o i dividendi, ma non [...] la facoltà di impartire ordini su strumenti finanziari”*.

Inoltre, la valutazione di adeguatezza effettuata dall'Intermediario con esito positivo non sarebbe corretta anzitutto *“per un'evidente mancanza di conoscenza delle caratteristiche specifiche del prodotto da parte del ricorrente”*. Infatti, il Ricorrente, il cui profilo di rischio sarebbe stato classificato come *“monetario”* (ossia quello che sembrerebbe essere il più conservativo), avrebbe dichiarato nel questionario Mifid, tra l'altro, di non conoscere né le azioni né gli strumenti finanziari non quotati e i loro rischi (tra cui le azioni della Banca). La positiva valutazione di adeguatezza non sarebbe corretta in quanto non avrebbe, altresì, tenuto in debito conto della propensione al rischio *“bassa”* dell'investitore, né del suo obiettivo di investimento.

Avuto riguardo agli obblighi informativi, il Ricorrente lamenta che, in occasione dell'operazione in questione, gli sarebbe stata consegnata una scheda prodotto contenente informazioni contraddittorie in quanto, da un lato, prevedrebbe che *“Il prezzo limite non può scendere sotto il prezzo di emissione delle Azioni”* e che *“Il prezzo di emissione dell'Azione costituisce il limite inferiore sotto il quale non può scendere il prezzo di scambio delle Azioni sulla succitata piattaforma di negoziazione”* e, dall'altro, che *“un'azione rappresenta il capitale sociale, per questo il suo valore*

*potrebbe variare*”; l’Intermediario avrebbe, pertanto, violato l’art. 27 Regolamento Consob Intermediari n. 16190/2007 nella parte in cui stabilisce che le informazioni fornite ai clienti debbano essere “*corrette, chiare e non fuorvianti*”. Ad avviso del Ricorrente, l’Intermediario non avrebbe, inoltre, rispettato la Comunicazione CONSOB n. 9019104/2009 in materia di distribuzione di prodotti finanziari illiquidi in quanto non sarebbe stato incluso nella predetta scheda “*un confronto con prodotti semplici, noti, liquidi e a basso rischio*”.

Relativamente all’acquisto del 24 gennaio 2014, il Ricorrente ha richiamato le considerazioni già svolte in merito alla prima operazione contestata, sia con riferimento alla valutazione di adeguatezza, anche in questo caso condotta con esito positivo, sia con riguardo alla contraddittorietà della scheda prodotto.

Il Ricorrente conclude chiedendo al Collegio di dichiarare l’Intermediario tenuto al pagamento di una somma pari al capitale complessivamente investito.

3. L’Intermediario si è costituito chiedendo il rigetto del ricorso.

Parte resistente, in primo luogo, precisa di aver eseguito con esito positivo la valutazione di adeguatezza in occasione di entrambe le operazioni. Tale esito sarebbe coerente con il profilo del Ricorrente che, oltre a quelle in contestazione, avrebbe posto in essere operazioni finanziarie sin dall’anno 2000, tra cui investimenti in obbligazioni emesse dallo stesso Intermediario.

L’Intermediario sostiene, in secondo luogo, di aver diligentemente adempiuto agli obblighi informativi su di esso incombenti, avendo consegnato al cliente una scheda prodotto “*recante tutte le informazioni utili relativamente alle azioni emesse dalla Banca, ivi compresi i rischi connessi (i) alle caratteristiche delle azioni medesime e (ii) alla liquidità dei titoli medesimi*” e informandolo del fatto che le operazioni sarebbero state eseguite al di fuori dei mercati regolamentati.

Con specifico riferimento all’asserita illiquidità dei titoli, la Banca, nel precisare che l’illiquidità costituisce “*una connotazione di fatto*”, tale che essa andrebbe indagata volta per volta, rileva che Parte ricorrente non avrebbe comunque fornito alcuna dimostrazione in tal senso “*malgrado l’onere della prova sullo stesso incombente*”. In ogni caso, nelle schede prodotto consegnate al cliente era specificato anche il “*rischio connesso alla liquidità delle azioni medesime*” e negli ordini di acquisto relativi alle

operazioni era indicato che lo strumento non era quotato e l'ordine sarebbe stato eseguito al di fuori dei mercati regolamentati. A ogni buon conto il riferimento operato dal Ricorrente a *“prodotti «sucedanei»”* sarebbe *“inconferente in quanto tale confronto era dovuto qualora fossero esistenti prodotti succedanei che nel caso di specie sono carenti”*. L'Intermediario avrebbe, inoltre, inviato al cliente rendicontazioni periodiche annuali ove era contenuta un'informativa in relazione *“alla natura liquida ovvero illiquida dei titoli detenuti dal Cliente, del fair value, nonché del presumibile valore di realizzo determinato sulla base delle condizioni che sarebbero applicate effettivamente al cliente in caso di smobilizzo”*.

Con specifico riferimento alle contestazioni relative all'informativa non chiara contenuta nella scheda prodotto, la Banca ha obiettato che esse riguarderebbero una porzione di testo *“decontestualizzata rispetto all'intera sezione da cui è stata tratta e nella quale sono esplicitati sia il concetto di prezzo di emissione, sia il concetto di prezzo di negoziazione”*. L'affermazione in base alla quale *“il prezzo minimo di compravendita delle azioni sulla piattaforma ICBPI non poteva scendere al di sotto del prezzo di emissione delle azioni determinato dall'Assemblea dei soci”* non si porrebbe in contraddizione con le altre informazioni ove l'Intermediario aveva espressamente specificato che: i) la negoziazione dei titoli avveniva sulla piattaforma ICBPI e rispetto a tali operazioni l'Intermediario non interveniva, né prestava garanzia; ii) l'acquisto dei titoli era caratterizzato dal rischio proprio dell'investimento in azioni non quotate, anche rispetto al profilo della liquidità. Infine, come emerge dalla scheda prodotto, la piattaforma ICBPI (attiva sino al 24 novembre 2016) non rappresentava l'unica modalità di smobilizzo dell'investimento dal momento che era possibile liquidarlo anche attraverso la negoziazione diretta con l'acquirente, anche per un prezzo inferiore al prezzo di emissione.

Riguardo alle contestazioni relative alla prima operazione, che sarebbe stata disposta dalla coniuge del Ricorrente, l'Intermediario le ha ritenute prive di fondamento evidenziando che costei avrebbe agito in forza di delega; inoltre, come rilevato sin dalla nota di riscontro al reclamo, il Ricorrente, attraverso la richiesta di ammissione a socio, avrebbe comunque manifestato la propria volontà di acquistare le azioni, seppur tramite un soggetto diverso.

Da ultimo, l'Intermediario contesta la quantificazione del danno operata dal Ricorrente. Al riguardo segnala che allo stato non sarebbe "*accertabile né quantificabile*" un danno e dunque non sarebbe sussistente poiché: i) le azioni sono regolarmente negoziate e scambiate su Hi-MTF; ii) il Ricorrente non ha mai posto in vendita il proprio pacchetto azionario. A ogni buon conto, dall'eventuale somma riconosciuta a favore del Ricorrente, andrebbero comunque scomputati i dividendi percepiti per complessivi € 908,43.

L'Intermediario ha, altresì chiesto che la scelta del Ricorrente di mantenere gli investimenti in portafoglio sia valutata ai sensi dell'art. 1227 c.c., quantomeno con riferimento al periodo successivo alle rendicontazioni recanti indicazione della natura non liquida degli strumenti finanziari (dicembre 2016) ovvero a seguito del reclamo (7 maggio 2018) con conseguente esclusione o riduzione del risarcimento.

4. In replica alle deduzioni dell'Intermediario, Parte ricorrente ribadisce quanto già osservato in sede di ricorso, adombrando la nullità del primo acquisto disposto dalla moglie oltre i limiti della delega conferitale. Aggiunge, inoltre, che, come emerge dalla profilatura risalente al 2008, egli non conosceva le azioni della Banca; la sua operatività pregressa in titoli emessi dall'Intermediario riguarderebbe, infatti, strumenti (tra cui obbligazioni) che, secondo quanto si evince dalla profilatura del 2008, l'investitore aveva, invece, dichiarato di conoscere. La Banca, nelle proprie deduzioni, non avrebbe, peraltro, preso posizione circa l'incoerenza dello strumento con la propensione al rischio e gli obiettivi di investimento del cliente.

Quanto al profilo della liquidità dello strumento al momento degli acquisti, Parte ricorrente evidenzia che spetta all'Intermediario fornirne prova. Il Ricorrente specifica, infine, che, se la Banca, al momento della proposta di acquisto, lo avesse informato della difficoltà di liquidare l'investimento con il rischio di perdere l'intero capitale, egli si sarebbe astenuto dall'investire.

5. Anche l'Intermediario si è avvalso della facoltà di presentare repliche alle controdeduzioni del Ricorrente. In aggiunta a quelle contenute nel precedente atto difensivo, Parte resistente svolge considerazioni volte a riaffermare che "*i risultati dei test di appropriatezza [rectius adeguatezza] svolti*" tengono correttamente in conto il livello di conoscenza, degli obiettivi di investimento e la propensione al rischio del

Ricorrente; inoltre, con riferimento al secondo acquisto esso sarebbe stato “*supportato dall’esperienza e dalla conoscenza maturate con i numerosi acquisti precedenti*”.

## DIRITTO

1. Il ricorso è meritevole di accoglimento risultando fondate, ad avviso del Collegio, le doglianze del Ricorrente sia con riferimento alla mancata rilevazione del carattere non adeguato degli investimenti sia con riguardo al non corretto assolvimento degli obblighi di informazione sulle caratteristiche dello strumento finanziario e sul grado di rischio ad esso sotteso. Infondata risulta, invece, la contestazione svolta dal Ricorrente in relazione alla inefficacia della prima operazione in quanto effettuata dalla moglie oltre i limiti della delega conferitale.

2. Rispetto a quest’ultimo profilo si rileva quanto segue.

Dalle evidenze in atti emerge che i) l’ordine di acquisto relativo all’operazione (riportante la data del 15 ottobre 2013, ore 12.08) risulta essere stato sottoscritto, come del pari la scheda prodotto consegnata nell’occasione, da soggetto diverso dal Ricorrente, da identificarsi, secondo la concorde ricostruzione delle parti, nella moglie di quest’ultimo che compare in qualità di “*Ordinante*”; ii) la richiesta di ammissione a socio della Banca risulta, invece, sottoscritta dal Ricorrente in pari data alle ore 12.10.

In atti è, inoltre, presente la delega conferita dal Ricorrente alla moglie in data 28 agosto 2003; dal tenore testuale del documento (denominato “*Delega per il deposito a custodia n [...] Firma disgiunta*”) emerge che il Ricorrente ha conferito alla delegata alcune facoltà, tra cui non è ricompresa quella di impartire ordini di acquisto.

Ciò premesso, coglie tuttavia nel segno quanto affermato dalla Banca circa il valore di ratifica della richiesta di ammissione a socio sottoscritta dal Ricorrente a distanza di soli due minuti dalla sottoscrizione dell’ordine di acquisto da parte della moglie. Considerato, infatti, che con essa il Ricorrente ha chiesto testualmente “*a seguito dell’acquisto di 424 azioni e con un totale di 424 azioni di essere ammesso in qualità di socio della Banca [...]*”, non vi è dubbio alcuno che egli fosse a conoscenza dell’acquisto di azioni poco prima effettuato, ancorché a firma della moglie. Da ciò discende che alla citata richiesta possa effettivamente attribuirsi valore di ratifica dell’investimento ai sensi dell’art. 1399 c.c.; invero, la Corte di Cassazione ha affermato

sul punto che *“nell’ipotesi della rappresentanza senza potere la ratifica dell’attività svolta dal «falsus procurator» non si realizza con la semplice conoscenza che di essa abbia avuto il «dominus» ma esige che tale soggetto ponga in essere una manifestazione di volontà, che deve essere portata a conoscenza dell’altro contraente, diretta ad approvare il contratto concluso senza potere rappresentativo ed a farne propri, con efficacia retroattiva, gli effetti (Cass. 8-5-1981 n. 3020; Cass. 11-10-1991 n. 10709)”* (Cass. Civ., Sez. II, 31/01/2014, n. 2153).

3. Accertata, quindi, la validità dell’acquisto del 15 ottobre 2013 e passando all’esame della doglianza relativa al non diligente assolvimento degli obblighi d’informazione attiva, si ritiene che essa sia fondata e ciò per le seguenti ragioni. Le contestazioni del Ricorrente si appuntano, segnatamente, sulla scarsa chiarezza delle schede prodotto (che presentano contenuto analogo) consegnate in occasione delle operazioni in contestazione, laddove è, tra l’altro, indicato che *“Il prezzo di emissione delle Azioni rappresenta il limite inferiore al di sotto del quale, sulla piattaforma di negoziazione, non può scendere il prezzo di scambio delle Azioni”*. Al riguardo questo Collegio ha già avuto modo di rilevare *“come la stessa scheda prodotto predisposta dal resistente si presenti obiettivamente assai poco chiara, e sotto certi aspetti ingannevole, in ordine al grado di liquidabilità delle azioni. Al riguardo, infatti, non può non notarsi come, pur doverosamente contestualizzandola, l’affermazione che «il prezzo di emissione delle Azioni costituisce il limite inferiore sotto il quale non può scendere il prezzo di scambio delle Azioni sulla [...] piattaforma di negoziazione» sia alquanto ambigua, anche perché tale da ingenerare, almeno nell’investitore medio, l’idea che sia possibile, attraverso la negoziazione sulla piattaforma, sempre e comunque vendere le azioni al loro prezzo di emissione. Il che, evidentemente, non è”* (Dec. n. 1857 del 25 settembre 2019 e, in senso conforme, Dec. n. 2145 del 15 gennaio 2020).

4. Del pari fondata è la doglianza del Ricorrente concernente la mancata rilevazione del carattere non adeguato degli investimenti. In proposito va, in primo luogo, precisato che, sulla base delle evidenze in atti, la profilatura rilevante per entrambe le operazioni è da individuarsi nel questionario compilato in occasione della prima operazione in contestazione in esito alla quale al Ricorrente è stato attribuito un profilo

“PRUDENTE”. Tale dato trova conferma nei *report* di consulenza relativi alle operazioni ove il profilo del cliente è, per l'appunto, qualificato “PRUDENTE”.

Ciò premesso, con riguardo a entrambe le operazioni in contestazione, si osserva che la Banca ha prestato il servizio di consulenza e concluso per l'adeguatezza degli investimenti. Gli investimenti in questione non risultano, invece, adeguati rispetto al profilo di rischio del cliente avuto riguardo, in particolare, alla propensione al rischio medio – bassa dell'investitore che, in sede di profilatura, ha dichiarato di avere come obiettivo la “GESTIONE DEL RISPARMIO E SUO MODERATO ACCRESCIMENTO, ACCETTANDO MODERATE OSCILLAZIONI O RIDUZIONI DI VALORE DELL'INVESTIMENTO NEL TEMPO (PROPENSIONE AL RISCHIO: MEDIO – BASSO)”.

5. Quanto al “concorso di colpa” ex art. 1227 c.c., invocato dall'Intermediario, si ritiene che non sussistano i presupposti per un suo riconoscimento, considerata la illiquidità degli strumenti finanziari in esame alla data del 7 maggio 2018 (data del reclamo). Tale dato trova conferma, tra l'altro, nelle statistiche pubblicate dall'Esma nel Registro relativo ai “*Transparency Calculation Results for Equity Instruments*” redatto sulla base dei dati forniti dalle sedi di negoziazione europee, da cui emerge che nel periodo 01.01.2018 – 31.12.2018 il titolo in questione era “*No Liquid*”, con una media giornaliera di 3,936 contratti conclusi sull'Hi-Mtf. Pertanto, la sostanziale illiquidità delle azioni non avrebbe permesso al Ricorrente l'agevole vendita dei titoli; ciò non consente di poter affermare che il suo comportamento possa avere avuto incidenza causale rispetto al danno subito.

6. Il Ricorrente ha quindi diritto di essere risarcito dei danni subiti a seguito delle esposte violazioni poste in essere dall'Intermediario.

Venendo alla relativa quantificazione, deve precisarsi che il Ricorrente ha affermato sin dal ricorso di aver investito nelle operazioni in questione € 15.748,95, circostanza non solo non contestata dall'Intermediario, ma, anzi, dallo stesso confermata nelle proprie deduzioni; inoltre, dalla documentazione in atti risulta che Parte ricorrente ha percepito dividendi (al netto delle imposte e delle spese) pari a € 685,52.

Ciò rilevato, ai fini della misura del danno, il Collegio ritiene di dover fare applicazione del criterio già utilizzato in relazione ad altri ricorsi proposti nei confronti dell'odierno



Intermediario per fattispecie analoghe (si v. Dec. n. 1857 del 25 settembre 2019, Dec. 2144 del 15 gennaio 2020 e 2145 del 15 gennaio 2020) e dunque doverlo liquidare in misura pari alla differenza tra: il capitale investito (€ 15.748,95), detratti i dividendi percepiti negli anni (€ 685,52) - pervenendo così ad un importo di € 15.063,43 - e il valore delle azioni che il Ricorrente potrebbe ancora ritrarre attraverso la vendita delle azioni, attualmente quotate sul mercato HI MTF. Ai fini della determinazione di tale dato, nelle Decisioni appena sopra richiamate, il Collegio ha rilevato che *“sebbene le azioni del resistente siano oggi scambiate attraverso il sistema multilaterale di negoziazione Hi-Mtf, il valore unitario realizzabile non può essere identificato sic et simpliciter con il prezzo indicato su tale piattaforma”* in quanto *“quel prezzo non p[uò] costituire di per sé un dato sufficientemente attendibile su cui poter fondare una valutazione in termini di liquidabilità degli strumenti finanziari, almeno in presenza, come nel caso, di una scarsa movimentazione degli stessi e di un ridottissimo numero di scambi”*. Ciò, stanti le evidenze in atti, vale anche per la fattispecie in esame. Ciò posto, tenendo conto della *“poca significatività”* del prezzo medio indicato sulla piattaforma, il Collegio ha ritenuto di determinare il danno avendo riguardo a tale prezzo ridotto nella misura del 50%, orientamento dal quale non si ravvisa ragione di discostarsi nel caso di specie.

Ne discende che, tenuto conto che al 10 gennaio 2020 (ultimo dato disponibile) il prezzo medio dell'azione sull'Hi-Mtf è stato pari ad € 11,90, il valore realizzabile per le n. 849 azioni oggetto del ricorso sarebbe pari ad € 5.051,55; ne consegue che il danno risarcibile è pari a € 10.011,88 (ossia € 15.063,43 – 5.051,55) che, debitamente rivalutato trattandosi di importo dovuto a titolo risarcitorio, si attesta a € 10.262,18 su cui sono dovuti gli interessi legali sino al soddisfo.

### **PQM**

Il Collegio, in parziale accoglimento del ricorso, dichiara l'Intermediario tenuto a corrispondere a Parte ricorrente, a titolo risarcitorio, la somma complessiva rivalutata di € 10.262,18, su cui sono dovuti gli 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, 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