



Arbitro per le Controversie Finanziarie

Decisione n. 2151 del 17 gennaio 2020

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. Avv. G. Guizzi

nella seduta del 20 dicembre 2019, in relazione al ricorso n. 3396, dopo aver esaminato la documentazione in atti, ha pronunciato la seguente decisione.

**FATTO**

*1.* La controversia sottoposta alla cognizione del Collegio concerne il tema del non corretto adempimento, da parte dell'intermediario, degli obblighi inerenti la prestazione di un servizio di investimento, in particolare sotto il profilo dell'inadempimento agli obblighi di informazione sulle caratteristiche degli strumenti finanziari oggetto di acquisto e della omessa rilevazione dell'inadeguatezza delle operazioni rispetto al profilo.

Questi, in sintesi, i fatti oggetto del procedimento.

*2.* Dopo aver inviato reclamo in data 1° agosto 2018, cui l'intermediario ha dato riscontro con nota del giorno 23 dello stesso mese in maniera non giudicata soddisfacente, il ricorrente, avvalendosi dell'assistenza di un difensore, si è rivolto all'Arbitro per le Controversie Finanziarie, rappresentando quanto segue.

Il ricorrente espone di essere stato indotto, tra il 2014 e il 2015, ad *«acquistare in più occasioni, dietro espressa raccomandazione scritta, i titoli azionari e obbligazionari subordinati»* emessi dall'intermediario, per un investimento complessivo di € 37.255,40.

Il ricorrente lamenta, in primo luogo, il comportamento scorretto dell'intermediario che *«ha imposto l'acquisto dei propri titoli azionari e obbligazionari subordinati al fine di accordare il mutuo richiesto da [sua] nipote»*, come dimostrerebbe la *«sostanziale contestualità del contratto di mutuo, stipulato il 30 aprile 2015, con gli acquisti effettuati»*. Muovendo da tale premessa il ricorrente deduce, dunque, la nullità degli acquisti in ragione della violazione dell'art. 2358 c.c., che vieta alle società *«di accordare prestiti o fornire garanzie per l'acquisto o la sottoscrizione delle proprie azioni»*.

Il ricorrente si duole, in ogni caso, dell'inadempimento dell'intermediario agli obblighi informativi indicati nella Comunicazione CONSOB n. 9019104 sui titoli illiquidi del 2 marzo 2009. Il ricorrente lamenta, altresì, la mancata rilevazione della inadeguatezza degli investimenti; inadeguatezza che deriverebbe, secondo quanto sostenuto nel ricorso, sia dall'eccessivo livello di concentrazione, sia dal fatto che gli strumenti finanziari presentavano un grado di rischio non coerente con il suo profilo prudente e conservativo.

Sulla base di quanto esposto, il ricorrente conclude chiedendo al Collegio di dichiarare l'intermediario tenuto, in via principale, alla restituzione del capitale attesa la nullità delle operazioni di investimento, e comunque, in subordine, al risarcimento del danno quantificato in pari misura.

**3.** L'intermediario si è costituito nei termini prescritti dal Regolamento chiedendo il rigetto del ricorso.

Il resistente premette una breve ricostruzione della relazione contrattuale intrattenuta con il ricorrente. In proposito l'intermediario osserva che il ricorrente è titolare *«in cointestazione [...con la moglie...] di dossier titoli [...] aperto in data 5 agosto 2011»* e che il ricorrente, dopo aver ceduto integralmente i titoli originariamente posseduti in cointestazione, ha nuovamente acquistato azioni in occasione delle operazioni di aumento di capitale avviate nel 2014 e nel 2015,

arrivando così a detenere *«2.492 azioni [...] cum bonus, mentre nel 2018, gli sono state assegnate nr. 191 azioni [...] gratuitamente»*.

Il resistente – che contesta le deduzioni del ricorrente a proposito della nullità delle operazioni per contrasto con la disposizione di cui all’art. 2358 c.c. negando, a monte, l’esistenza stessa di un collegamento tra l’acquisto delle azioni e il mutuo accordato alla nipote del ricorrente – si sofferma principalmente sull’addebito concernente l’inadempimento degli obblighi inerenti la prestazione del servizio di investimento. In particolare il resistente sostiene che il ricorrente era perfettamente a conoscenza della tipologia dell’investimento sottoscritto e afferma, altresì, che, anche alla luce del portafoglio complessivamente detenuto nel tempo, il grado di rischio dei titoli doveva considerarsi del tutto adeguato alla propensione al rischio rappresentata dal cliente nei diversi questionari sottoscritti.

L’intermediario sostiene, ancora, di non aver contravvenuto alle disposizioni impartite dalla Comunicazione CONSOB per l’ipotesi di collocamento e distribuzione di prodotti illiquidi, giacché i propri titoli non erano classificati come tali al momento degli acquisti per cui è controversia.

**4.** Il ricorrente si è avvalso della facoltà di presentare deduzioni integrative ai sensi dell’art. 11, comma 5, Regolamento ACF.

Il ricorrente si sofferma essenzialmente sulla questione della violazione dell’art. 2358 c.c. Egli insiste, infatti, nel sottolineare *«lo stretto legame»* che sarebbe esistito tra l’erogazione da parte dell’intermediario del finanziamento a sua nipote (finanziamento oltretutto *«garantito personalmente [...] in qualità di terzo datore di ipoteca»*) e l’acquisto dei titoli, affermando che la *«contestualità delle operazioni poste in essere»* permette di ritenerle *«funzionalmente e strumentalmente collegate»*, avendo *«la Banca [...] condizionato la concessione del finanziamento in questione alla sottoscrizione da parte del ricorrente delle azioni emesse»*.

**5.** Anche l’intermediario si è avvalso della facoltà di replicare ai sensi dell’art. 11, sesto comma, Regolamento ACF.

Il resistente richiama le argomentazioni già svolte nella prima difesa, senza aggiungere elementi di novità al dibattito.

## **DIRITTO**

1. La domanda principale volta a ottenere la declaratoria di nullità delle operazioni di acquisto degli strumenti finanziari in ragione della dedotta violazione dell'art. 2358 c.c. è infondata e non può trovare, dunque, accoglimento.

In disparte la considerazione che più di un dubbio può ragionevolmente porsi (a differenza di quanto sembra ritenere la giurisprudenza) sul fatto che l'eventuale erogazione di finanziamenti per favorire l'acquisto di azioni proprie da parte di terzi, ove gli stessi siano accordati in violazione delle condizioni e dei limiti imposti dall'art. 2358 c.c., possa ridondare in una causa di nullità del contratto di finanziamento e quindi della correlata compravendita azionaria (non ponendo più un divieto assoluto, come invece in passato, ai finanziamenti finalizzati all'acquisto di proprie azioni, la norma in questione sembra, infatti, attenere solo al profilo della legittimità dell'operato degli amministratori nei confronti della società, che non implicare un limite al loro potere di agire nei rapporti con i terzi), il punto dirimente è che nel caso in esame *difetta*, all'evidenza, il *presupposto necessario* per ipotizzare l'applicazione del divieto, vale a dire *l'identità soggettiva tra finanziato ed acquirente*. Solo, infatti, in presenza di tale identità può assumersi l'esistenza di quel collegamento negoziale che consente di ritenere violato il divieto e, quindi, di affermare che la nullità del finanziamento travolga anche il contratto di compravendita.

2. Meritevole di accoglimento è, invece, la domanda subordinata con cui il ricorrente chiede il risarcimento del danno sofferto in dipendenza dell'inadempimento dell'intermediario agli obblighi di informazione precontrattuale sulle caratteristiche e sul grado di rischio degli strumenti finanziari, e poi segnatamente in relazione al mancato assolvimento degli obblighi di informazione rafforzata previsti per i prodotti illiquidi.

Nel caso di specie non è per vero controverso che il resistente non abbia reso le informazioni prescritte dalla Comunicazione CONSOB del 3 marzo 2009 per l'ipotesi di distribuzione e collocamento di strumenti finanziari illiquidi. L'argomento evocato dall'intermediario è, infatti, consistito nel negare che tale caratteristica dovesse essere riconosciuta alle proprie azioni e obbligazioni subordinate negli anni in cui sono state compiute le operazioni di investimento. Ebbene, come questo Collegio ha avuto oramai più volte modo di precisare, 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 ben può diventare illiquido, o viceversa, vero è anche – in ossequio vuoi ai principi che non consentono di imporre a carico di una parte l'onere della prova di un fatto negativo (e tale sarebbe la prova dell'illiquidità, ove fosse accollata al cliente), vuoi in ragione del principio di maggiore vicinanza alla prova – che costituisce preciso onere dell'intermediario fornire la dimostrazione del fatto che alla data dell'operazione di investimento contestata esisteva la asserita condizione di liquidità.

Poiché nel caso di specie l'intermediario – per giustificare di non aver fornito le informazioni di dettaglio prescritte dalla Comunicazione CONSOB del 2 marzo 2009 – si è limitato ad allegare genericamente che al momento degli investimenti per cui è controversia le azioni sarebbero state “*classified*” come liquide, ma senza fornire alcuna prova dell'effettivo loro grado di liquidità a quella data, deve ritenersi accertato l'inadempimento del resistente a propri specifici obblighi di informazione (cfr. in questo stesso senso la decisione n. 380 del 13 aprile 2018).

**3.** Quanto precede è dirimente. Solo per scrupolo di completezza preme sottolineare che l'inadempimento dell'intermediario agli obblighi di corretta informazione appare sussistente anche in una prospettiva più generale, e dunque pure prescindendo dalla questione sul se i propri titoli potessero o meno considerarsi illiquidi alla data in cui le operazioni di investimento per cui è controversia furono eseguite.

Gli è, infatti, che sia la scheda di adesione al prestito obbligazionario, sia le schede di adesione agli aumenti di capitale contengono solo dichiarazioni di rito da parte del ricorrente di «*essere a conoscenza*» della pubblicazione della documentazione che generalmente attiene alle operazioni di offerta al pubblico e di aumento di capitale (Prospetto Informativo con relative “Avvertenze” e “Fattori di Rischio”, Regolamento del Prestito obbligazionario, Condizioni Definitive), nonché di «*presa visione*» del contenuto della stessa

Ebbene, come quest'Arbitro ha più volte avuto modo di sottolineare, tali generiche dichiarazioni non possono essere considerate dall'intermediario come un mezzo di

prova idoneo al fine di poter considerare assolto l'obbligo da cui è gravato nei confronti della propria clientela nella veste di prestatore del servizio di investimento, dovendo egli fornire una dimostrazione concreta di aver reso al cliente le informazioni necessarie per permettergli una scelta consapevole.

4. Accertato l'inadempimento, e ritenuto che le omissioni informative abbiano avuto una decisiva incidenza causale nelle scelte di investimento – potendo ragionevolmente affermarsi, in ossequio al principio del “*più probabile che non*”, che se il ricorrente fosse stato reso edotto della illiquidità degli strumenti in questione certamente non avrebbe eseguito gli investimenti per cui è controversia – occorre procedere alla liquidazione del danno.

È avviso del Collegio che nel caso in esame il danno possa essere liquidato in misura pari al capitale complessivamente impiegato tanto nell'acquisto di azioni quanto in quello di obbligazioni subordinate, ancorché con riferimento a queste ultime con alcune precisazioni.

5. Che rispetto agli investimenti in azioni il danno debba quantificarsi in misura pari al capitale complessivamente investito, senza poter più detrarre alcunché, è conseguenza del fatto che – come il Collegio ha già avuto modo di precisare in una recedente decisione sul medesimo tema – con decorrenza dal 4 dicembre 2019 la piattaforma multilaterale di negoziazione Hi-Mtf ha deliberato di sospendere gli scambi delle azioni dell'intermediario. Una misura, questa, a cui ha poi fatto seguito la determinazione della Consob, che con la delibera 21190 del 17 dicembre 2019 ha disposto la sospensione temporanea delle negoziazioni su tutti i mercati regolamentati e sistemi multilaterali di negoziazione italiani di titoli emessi o garantiti dall'intermediario.

Tale circostanza preclude, allora, la possibilità di continuare a fare applicazione del criterio fino a ora adottato per controversie analoghe che hanno coinvolto il resistente, vale a dire impedisce di detrarre dal capitale investito il valore di scambio delle azioni come potenzialmente realizzabile appunto attraverso la vendita tramite detti sistemi. Gli è, infatti, che con la sospensione delle negoziazioni quella possibilità è, almeno a oggi, oramai definitivamente azzerata, né sussiste, sempre a oggi, alcun altro mezzo per gli azionisti per recuperare il valore investito. La situazione di impossibilità di recuperare, nel breve-medio periodo, il valore

dell'investimento azionario si è, anzi, ulteriormente aggravata in ragione dal fatto che la Banca d'Italia, con provvedimento del 13 dicembre u.s., ha aperto nei confronti dell'intermediario la procedura di amministrazione straordinaria ai sensi dell'art. 70 TUB in ragione delle gravi perdite patrimoniali registrate e che, in assenza di severe misure di risanamento e ristrutturazione del capitale, rischiano di pregiudicarne la continuità aziendale e la stessa solvibilità.

In un simile scenario non è, dunque, davvero più possibile riconoscere alle azioni un valore teorico, realizzabile nel breve periodo, e che possa essere portato in detrazione dal capitale investito nell'ambito della liquidazione del danno sofferto in dipendenza dell'investimento azionario.

6. Un discorso leggermente differente deve svolgersi per quanto concerne gli acquisti delle obbligazioni subordinate.

Al riguardo il Collegio non può esimersi dal notare come con l'apertura della procedura di amministrazione straordinaria - disposta, come detto, in ragione delle gravi perdite patrimoniali - non sia più possibile dare seguito all'orientamento, sino ad oggi espresso, per le domande risarcitorie aventi ad oggetto l'investimento in tali titoli; ossia sostenere che il pregiudizio non possa considerarsi ancora attuale, in assenza di elementi sintomatici del fatto che le obbligazioni non saranno rimborsate alla scadenza.

La sottoposizione del resistente, poi per le ragioni patrimoniali indicate, alla procedura di amministrazione straordinaria muta, all'evidenza, in maniera radicale la situazione di fatto, e *rende oggi non priva di plausibilità l'ipotesi* che le obbligazioni possano non essere soddisfatte alla scadenza. Tale considerazione appare, del resto, tanto più fondata ove si tenga conto del quadro normativo di regolazione e di disciplina delle crisi bancarie, in cui le operazioni di salvataggio e risanamento finiscono oramai sempre più spesso per essere realizzate con l'applicazione delle c.d. misure di *burden sharing* (o condivisione di oneri) che si traducono nella "*cancellazione*" del diritto al rimborso appunto dei titolari di tali strumenti finanziari che sono chiamati a sostenere le perdite al pari degli azionisti. In un simile scenario non sembra, dunque, più possibile affermare l'assenza dell'attualità del danno per i possessori delle obbligazioni subordinate del resistente. Appare, pertanto, preferibile al Collegio adottare un tipo diverso di

statuizione, vale a dire riconoscere sì il diritto del ricorrente anche al risarcimento dei danni subiti in ragione dell'acquisto delle obbligazioni subordinate – appunto perché oggi esiste un rischio reale (ed oltretutto elevato) che le stesse possano non essere rimborsate alla scadenza – restando tuttavia fermo, al fine di evitare ingiustificati arricchimenti per il ricorrente (come potrebbe accadere ove, invece, le obbligazioni non dovessero essere sottoposte alle misure indicate nell'ambito della procedura di risanamento dell'intermediario e fossero anzi rimborsate) che il ricorrente ha diritto ad ottenere l'importo corrispondente alle obbligazioni acquistate solo a condizione che le retroceda all'intermediario.

7. In conclusione, alla luce delle considerazioni sopra svolte e con le precisazioni ivi indicate, il risarcimento del danno deve essere liquidato nella misura di € 37.255,40.

A tale importo deve aggiungersi la somma di € 862,06 (di cui € 90,09 in relazione all'acquisto delle obbligazioni subordinate) a titolo di rivalutazione monetaria.

### **PQM**

In accoglimento del ricorso il Collegio dichiara l'intermediario tenuto a corrispondere – ai sensi e alle condizioni di cui in motivazione - al ricorrente la somma complessiva di € 38.117,46 per i titoli di cui in narrativa, oltre interessi dalla data della decisione sino al soddisfo, e fissa il termine per l'esecuzione in trenta giorni dalla ricezione della medesima.

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