



**ARBITRO PER LE CONTROVERSIE FINANZIARIE**

**Il Collegio**

composto dai signori

Dott. ██████████ – Presidente

Prof.ssa ██████████ – Membro

Prof. Avv. ██████████ – Membro

Prof. Avv. ██████████ – Membro

Prof. ██████████ – Membro

Relatore: Prof. Avv. ██████████

nella seduta del 17 maggio 2024, in relazione al ricorso n. 10047, presentato dal ██████████ (di seguito anche: il Ricorrente) nei confronti di ██████████ (di seguito anche: l'Intermediario), dopo aver esaminato la documentazione in atti, ha pronunciato la seguente decisione.

**FATTO**

**1.** La controversia sottoposta alla decisione dell'Arbitro concerne il tema del non corretto adempimento – da parte dell'intermediario degli obblighi inerenti alla prestazione di servizi di investimento, in particolare sotto il profilo degli obblighi informativi, anche nel continuo, e dell'inosservanza delle regole in tema di profilatura, valutazione di appropriatezza/adequatezza e *disclosure* in tema di conflitto di interessi.

2. Il Ricorrente, in qualità di cliente dell'intermediario dei cui servizi d'investimento al tempo si avvaleva (successivamente incorporato dall'Intermediario qui convenuto) riferisce che, tra il 1° luglio 2014 ed il 20 settembre 2022, ha acquistato azioni emesse dallo stesso intermediario poi incorporato; operatività che avrebbe generato a suo carico una perdita complessiva di € 11.141,92.

Segnatamente, il Ricorrente contesta:

- la violazione degli obblighi informativi, avendo l'intermediario prestatore dei servizi d'investimento fornitogli informazioni errate, fuorvianti ed incomplete in merito alla natura, alle caratteristiche, alla provenienza ed al rischio insito nei titoli partecipativi di propria emissione. Nè risulterebbe, altresì, provata l'effettiva consegna al cliente odierno Ricorrente della scheda prodotto dei titoli, in ogni caso essendo tale documento privo di firma in ciascuna delle pagine che lo compongono, nonché privo del riferimento temporale idoneo a dimostrarne la presa visione in una fase antecedente agli ordini di acquisto. Oltre ciò, la scheda prodotto recherebbe informazioni lacunose e non sufficienti a descrivere in modo chiaro le reali caratteristiche dei titoli in oggetto. Sarebbe stato, altresì, sottaciuto al cliente che si trattava di titoli azionari interessati da un rapido e costante calo del loro valore, parallelamente all'emergere della critica situazione economico-patrimoniale dell'emittente;
- la violazione degli obblighi in tema di profilatura e delle regole in tema di valutazione di adeguatezza e appropriatezza, evidenziandosi molteplici irregolarità dei questionari di profilatura, da considerarsi inattendibili e che sarebbero stati precompilati dalla banca e firmati in una sola delle pagine che li compongono. Inoltre, la maggior parte delle operazioni in lite sarebbero state eseguite dalla Banca in assenza di questionari di profilatura, atteso che l'operatività è stata effettuata a partire dal 2014 malgrado il primo questionario risalga al dicembre 2019;
- l'annullabilità per dolo delle operazioni di investimento, stante la violazione delle norme in tema di conflitti di interesse.

In considerazione di quanto sopra, il Ricorrente conclusivamente chiede il ristoro del danno subito, per € 11.141,92.

3. L'Intermediario incorporante ha resistito, chiedendo il rigetto del ricorso ed eccependo, anzitutto, l'inammissibilità del ricorso per il fatto che esso, per come formulato, non consente una difesa adeguata rispetto alle contestazioni avanzate, atteso che le stesse sarebbero prive di idoneo supporto probatorio.

Secondo l'Intermediario, il Ricorrente non sarebbe stato indotto ad effettuare gli acquisti dalla banca al tempo emittente i titoli, la quale si sarebbe limitata a prestare il servizio di mera esecuzione degli ordini. Inoltre, l'Intermediario deduce che, nel contratto quadro del 2010, non era prevista alcuna prestazione del servizio di consulenza, sicché il Ricorrente avrebbe operato autonomamente, compiendo libere scelte di investimento.

Secondo l'Intermediario, il Ricorrente – avendo effettuato operazioni sulle azioni in lite dal 2014 fino al 2022, in parte anche per via telematica – era avvezzo all'operatività in esame ed abbia intenzionalmente reiterato la propria condotta, in attuazione di una consapevole strategia speculativa, come comprovato dal fatto che egli ha realizzato gli investimenti di cui ora si duole partecipando anche agli aumenti di capitale – quando erano già pubbliche e note, tramite i mezzi di informazione e le comunicazioni pubbliche della banca, le vicissitudini che stavano interessando l'emittente – dando corso agli acquisti nel tempo ed a più riprese.

Così ricostruiti i fatti, con riguardo alle specifiche contestazioni mosse da controparte, l'Intermediario, per quanto concerne il rispetto degli obblighi informativi, produce le schede di adesione all'aumento di capitale sociale del 2014, 2017 e 2019, nonché le schede prodotto sottoscritte nel 2014 e nel 2015 e, infine, l'ordine di esercizio dei warrant del 2022.

L'Intermediario tiene, poi, a precisare che l'operatività in esame sarebbe stata realizzata nell'ambito del contratto quadro a suo tempo regolarmente sottoscritto dal cliente e che, in occasione della sua stipula, sarebbe stato consegnato al medesimo anche il Documento relativo agli incentivi, quello sui servizi finanziari che sarebbero stati erogati, oltre al Documento informativo sulla gestione dei

conflitti di interesse e sulla strategia di esecuzione e trasmissione degli ordini; infine, sarebbero stati redati i questionari di profilazione MiFID.

Il Ricorrente avrebbe, pertanto, ottenuto tutte le informazioni utili a comprendere le caratteristiche dell'operatività qui controversa, nonché i rischi, i costi, i profitti e le perdite potenziali.

L'Intermediario evidenzia, ancora, che l'operatività posta in essere è stata adeguatamente rendicontata nel tempo, con l'inoltro degli estratti del deposito a custodia e del conto corrente, nonché sulle potenziali perdite su prodotti a leva e sull'operazione di raggruppamento delle azioni.

Sotto altro profilo, l'Intermediario afferma la correttezza dei questionari di profilatura MiFID, liberamente compilati dal Ricorrente che, in forza del principio di autoresponsabilità, con la relativa sottoscrizione ha assunto la paternità delle dichiarazioni ivi contenute, alle quali resta conseguentemente vincolato.

Con riferimento alla contestata violazione degli obblighi in tema di valutazione di adeguatezza e appropriatezza degli investimenti, l'Intermediario afferma che l'operatività in lite è da intendersi coerente con il profilo finanziario del cliente, sulla scorta delle informazioni dallo stesso fornite nel tempo nei questionari MiFID di riferimento. Nello specifico, dalla profilazione MiFID (a partire dal 2010), di cui l'Intermediario esibisce copia, emerge che il Ricorrente aveva un'esperienza in titoli azionari "Alta" e un obiettivo di investimento e rischio "Dinamico".

In merito agli aumenti di capitale, l'Intermediario rileva che il Ricorrente aveva liberamente scelto di aderirvi, nonostante le avvertenze fornite dalla banca sulla base del proprio modello organizzativo secondo cui, allorquando il cliente (come accaduto nel caso di specie) disponesse operazioni di investimento su strumenti/prodotti finanziari in assenza di consulenza, le operazioni venivano sottoposte comunque alla valutazione di adeguatezza, effettuata in via c.d. reattiva.

Il Ricorrente, poi, negli anni, aveva posseduto nel portafoglio, oltre alle azioni dell'emittente, diversi tipi di strumenti finanziari a rischio elevato, quali ETC e Fondi comuni, tesi a fornire un incremento del capitale.

Infine, secondo l'Intermediario, sarebbero infondate anche le contestazioni relative al mancato rispetto delle norme in tema di conflitto di interessi, essendo stato consegnato al Ricorrente il "Documento informativo sulla gestione dei conflitti di interesse". Inoltre, in sede di sottoscrizione delle schede di adesione alle operazioni di aumento di capitale, oggetto del contendere, il Ricorrente veniva informato della sussistenza di un conflitto di interessi in capo alla Banca.

4. Parte Ricorrente ha trasmesso deduzioni integrative e l'Intermediario, a sua volta, repliche finali, entrambi ribadendo nella sostanza quanto già dedotto e domandato nel corso della prima fase di contraddittorio.

## **DIRITTO**

1. Non merita, anzitutto, accoglimento l'eccezione d'inammissibilità del ricorso sollevata dall'Intermediario sull'assunto che le contestazioni, asseritamente prive di riscontri probatori, non gli avrebbero consentito di esercitare appieno il diritto di difesa. Diversamente da ciò, risultano infatti sufficientemente determinati, ad avviso di questo Collegio, sia la *causa petendi* che il *petitum*, come avvalorato dal fatto che l'Intermediario ha potuto produrre ampie e articolate difese nel merito dei fatti occorsi.

In ogni caso, il fatto che il ricorso possa essere carente sotto il profilo probatorio è questione che rileverebbe ai fini del suo eventuale rigetto nel merito e non già come questione pregiudiziale di rito.

2. E' altresì infondata la domanda di annullamento degli investimenti per vizio del consenso (dolo), di cui il Ricorrente non ha debitamente provato l'effettività, come sarebbe stato suo onere, limitandosi ad allegare, a fondamento della richiesta, fatti concernenti la presunta violazione delle regole in tema di conflitto di interessi, in quanto tali inidonei ad integrare prova di uno specifico vizio del consenso e che potrebbero costituire, se confortati dalle evidenze in atti, indici di inadempimento da parte dell'Intermediario degli obblighi sullo stesso incumbenti nella prestazione dei servizi di investimento, dunque rilevanti se del caso sotto il profilo risarcitorio.

3. Con riferimento al contestato inadempimento degli obblighi informativi, in relazione al primo acquisto del giugno 2014, avente ad oggetto n. 18.000 diritti di opzione, esercitati in occasione dell'Aucap, con conseguente sottoscrizione di n. 66.960 azioni della banca incorporata, risulta che il Ricorrente aveva sottoscritto il modulo d'ordine e la scheda di adesione e che gli era stata consegnata anche la scheda prodotto delle azioni e dei diritti, nella quale, alla voce primo *rating* emittente, era riportato un grado di rischio di insolvenza CAA1-MOODYS, laddove il secondo *rating* STANDARD AND POOR'S assegnava all'emittente un valore B-. Lo strumento azionario era, inoltre, definito come privo di rischio di cambio e come uno strumento liquido, con possibilità di elevata volatilità.

Ebbene, malgrado l'apparente completezza del documento, contenente una descrizione delle caratteristiche del titolo, nonché dei rischi collegati allo strumento, la scheda prodotto non permette, ad avviso del Collegio, un'agevole interpretazione dei valori di *rating* riportati, giacché priva di una legenda a margine; il documento si limitava, infatti, a descrivere le nozioni generali di rischio emittente, rischio corso, rischio cambio e liquidità, dava conto della "possibilità di elevata volatilità", ma nulla chiariva circa il significato da attribuire al grado di *rating* dell'emittente nelle sue specificità. La scheda in questione non può dirsi, pertanto, idonea a rendere effettivamente consapevole il cliente delle caratteristiche dei titoli in questione e delle relative implicazioni in termini di rischio correlato.

Nel giugno 2015, il Ricorrente procedeva poi all'acquisto di ulteriori n. 920 azioni e, nella scheda prodotto consegnatagli in questa occasione, risultano riportate le caratteristiche già presenti nella precedente scheda prodotto, la definizione delle nozioni dei rischi suindicati, ma viene anche esplicitato il significato da attribuire al *rating* "CAA1- MOODYS", vale a dire "alto rischio di insolvenza", e a quello di "B- STANDARD AND POOR'S", ovvero di "bassa affidabilità". A differenza della scheda prodotto del giugno 2014, in quella del giugno 2015 sono presenti alcune tabelle esplicative degli indici di valutazione adoperati dalle agenzie di *rating*.

Successivamente, nel novembre 2017, il Ricorrente aderiva ad un aumento di capitale, sottoscrivendo ulteriori n. 9.534 azioni. La relativa scheda di adesione

non descrive, però, le caratteristiche dei titoli (limitandosi a dare atto del conflitto di interesse intrinseco all'investimento e del fatto che l'adeguatezza fosse “*non verificabile per profilo non completo*”); nè risulta siano state consegnate schede prodotte, risultando sottoscritti dall'odierno Ricorrente il documento di offerta in opzione agli azionisti, in cui figura la dichiarazione di avere preso visione del prospetto e la lettera, avente ad oggetto l'Aucap, con cui si descrivevano le caratteristiche dell'operazione, invitando il cliente a prendere visione del prospetto, disponibile nelle filiali e sul sito dell'emittente.

Nel dicembre 2019, il Ricorrente, in occasione dell'ulteriore Aucap, sottoscriveva n. 149.076 azioni *cum* warrant (con rapporto di assegnazione di 1,538 azioni per ogni azione posseduta). Sulla scheda di adesione figura una dichiarazione, apposta a mano e dal medesimo sottoscritta, in cui questi afferma di non aver ricevuto alcun consiglio o raccomandazione in merito all'operazione in oggetto e di essere consapevole del rischio di non poter riuscire a liquidare l'investimento. Anche in questo caso, risulta sottoscritto dal cliente il documento di offerta.

Riguardo agli investimenti effettuati a partire dal 2017 non risulta che la Banca abbia consegnato al Ricorrente documentazione che descrivesse compiutamente le caratteristiche ed i rischi connessi ai titoli azionari in esame, fornendo un quadro informativo a quel tempo aggiornato.

Quanto alle dichiarazioni di avere preso visione della documentazione di offerta, secondo il consolidato orientamento dell'Arbitro, la semplice messa a disposizione dell'investitore del prospetto d'offerta (o il rinvio ad esso), non è idonea a far ritenere congruamente assolti da parte dell'intermediario gli obblighi d'informazione attiva su di lui gravanti, in quanto tale documento è predisposto dall'emittente per la generalità degli investitori, verso i quali opera in regime di parità di trattamento, essenzialmente allo scopo di ridurre le asimmetrie informative. Di contro, gli obblighi informativi dell'Intermediario si collocano su un diverso piano funzionale, essendo volti a servire al meglio l'interesse del cliente, adattando la prestazione erogata alle caratteristiche soggettive di quest'ultimo: ne consegue che l'intermediario è tenuto ad agire con un grado di diligenza superiore, che non può esaurirsi nella messa a disposizione del prospetto



informativo predisposto dall'emittente (decisioni ACF nn. 34, 500, 1774, 2756, 4275).

Non può, invece, ritenersi accertata la doglianza concernente gli obblighi informativi nel continuo, in quanto dalle evidenze in atti (e, segnatamente, dal contratto quadro), non risulta che l'Intermediario prestatore dei servizi avesse, al tempo, alcun obbligo di monitoraggio continuo dell'andamento degli strumenti finanziari, derivante semmai da particolari caratteristiche del prodotto ovvero discendente dalla tipologia di servizio di investimento prestato (come nella gestione di portafoglio e nella consulenza che, nel caso in esame, non risultano essere stati prestati), laddove previsto dal contratto (decisioni ACF n. 165, 1068, 1463, 2735, 3801): circostanze, queste ultime, che nel caso in esame non risultano essersi verificate.

4. Passando alle contestate violazioni delle regole in tema di profilatura e, più in generale, alla non coerenza degli investimenti rispetto al profilo del cliente, sono stati versati in atti i questionari MiFID del 2010 e del 2017 (in cui il Ricorrente dichiara di non voler rispondere alle domande) e quelli del 2019, 2020 e del 2023. Il questionario rilevante per l'operatività effettuata nel 2014 e 2015 è quello del 2010, dunque risalente a più di tre anni rispetto alle operazioni (laddove, per buona prassi, gli intermediari dovrebbero aggiornare il questionario almeno ogni tre anni); per l'adesione all'Aucap 2017, viene in rilievo il questionario del 2017, mentre per l'adesione all'Aucap 2019 rileva il questionario del 2019.

Ciò che si rileva in merito è che gli evocati questionari non presentano significativi elementi di discontinuità tra di loro, attribuendo al cliente, relativamente all'esperienza, un profilo sintetico di tipo medio-elevato ed un'esperienza finanziaria alta; quanto agli obiettivi di investimento, ne attestano, invece, dapprima un profilo "dinamico" (04), nel questionario del 2010, per poi salire ad una classe di "tolleranza al rischio servizio consulenza 5 di 6" nei questionari del 2019 e del 2020.

L'attività di profilatura svolta dall'Intermediario non risulta, tuttavia, esente da elementi di evidente contraddittorietà, posto che dal questionario MiFID del 2010 emerge che il Ricorrente conosceva tutti gli strumenti finanziari disponibili sul



mercato, eccezion fatta per gli strumenti derivati; affermazione, questa, che viene però smentita nei questionari di profilatura del 2019 e del 2020, in cui il cliente dichiarava di non conoscere anche le obbligazioni strutturate e subordinate, nonché i *certificates* e il servizio di gestione patrimoniale.

Ma quel che più rileva in questa sede è che quanto emerge dai questionari circa le caratteristiche dell'investitore non trova concreta conferma nella rendicontazione versata in atti (dal giugno 2014 al dicembre 2017), da cui risulta che questi, nel periodo sostanzialmente coincidente con l'operatività qui contestata, aveva presso la Banca un *dossier* titoli per un controvalore complessivo oscillante tra € 100.000,00 e € 160.000,00, ma composto prevalentemente da BTP.

La documentazione in atti mostra, altresì, che l'Intermediario ha sempre svolto la valutazione di adeguatezza con esito positivo, ad eccezione della sottoscrizione di azioni del 2017, in cui l'operazione veniva giudicata non adeguata perché "*non verificabile per profilo non completo*", in quanto il Ricorrente si sarebbe rifiutato di sottoporsi a profilatura; ciononostante, questi avrebbe dichiarato di voler ugualmente procedere con l'investimento.

5. Non possono, invece, dirsi fondate le contestazioni relative al rispetto della disciplina in tema di conflitto di interessi; risulta infatti che, in occasione della stipula del contratto quadro, è stato consegnato al Ricorrente il Documento informativo sulla gestione dei conflitti di interesse e che, in occasione dei singoli investimenti, l'Intermediario ha provveduto a rendere edotto il cliente del conflitto di interessi insito nelle operazioni poste in essere attraverso l'esplicita avvertenza, presente nelle schede di adesione all'Aucap del 2014 e del 2017 (eccetto che nella scheda di adesione all'Aucap del 2019), nonché negli ordini di investimento del 2014 e del 2015.

6. Conclusivamente, ritiene questo Collegio che la banca incorporata dall'odierno Intermediario non abbia adempiuto ai propri obblighi riferiti al momento genetico dell'operatività qui controversa, per i motivi e nei termini sopra esposti.

Ciò anche tenuto conto del profilo del cliente: di professione geometra e privo di specifiche esperienze pregresse in materia finanziaria, come comprovato dalla sua operatività, incentrata in grande prevalenza su titoli di Stato (BTP), il che è

attestativo di un profilo d'investitore prudente e non particolarmente propenso ad orientarsi verso investimenti connotati da elementi di particolare rischiosità, come vanno invece qualificati i titoli qui in esame, anche tenuto conto del profilo dell'emittente al tempo.

Va, pertanto, affermata la responsabilità dell'Intermediario, fatta eccezione, come sopra detto, per l'operazione di investimento del 2015, in relazione alla quale l'informativa fornita in fase genetica può ritenersi essere stata sufficientemente esaustiva.

7. Passando, allora, alla quantificazione del danno occorso, come risulta dall'attestazione di continuato possesso, il capitale complessivamente investito dal Ricorrente per l'acquisto dei diritti di opzione e delle azioni di che trattasi, fatta eccezione per l'operazione di investimento del 2015 (acquisto di n. 920 azioni per un controvalore € 1.710,85), è di € 9.442,04. Non consta la percezione di dividendi.

Risulta, altresì, dall'attestazione di continuato possesso che, negli anni successivi all'aumento di capitale del 2014, il Ricorrente ha percepito complessivi € 1.979,22, e precisamente: *i)* € 5,17 per la vendita di azioni risultate frazionate a seguito dei raggruppamenti; *ii)* € 1.670,85 per la vendita di n. 669 diritti di opzione prima dell'Aucap del 2015; *iii)* € 303,20 per l'adesione all'OPA nel 2022.

In conclusione, a favore del Ricorrente deve essere riconosciuta, a titolo di risarcimento del danno occorso, la somma, in linea capitale, di € 9.432,04 (11.142,89 – 1.710,85), oltre a rivalutazione e interessi

### **PQM**

Il Collegio, in accoglimento del ricorso nei termini sopra specificati, dichiara l'Intermediario tenuto a corrispondere al Ricorrente, a titolo di risarcimento del danno, la somma rivalutata di € 10.997,76, oltre agli interessi legali dalla data della presente decisione fino al soddisfo, e fissa il termine per l'esecuzione in trenta giorni dalla ricezione della decisione 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