



**ARBITRO PER LE CONTROVERSIE FINANZIARIE**

**Il Collegio**

composto dai signori

Dott. [REDACTED] – Presidente

Prof.ssa [REDACTED] – Membro

Prof. [REDACTED] – Membro

Prof. [REDACTED] - Membro

Prof. [REDACTED] – Membro

Relatrice: Prof.ssa [REDACTED]

nella seduta del 17 maggio 2024, in relazione al ricorso n. 10754, presentato dalla Sig.ra [REDACTED] (di seguito “la Ricorrente”) nei confronti di [REDACTED] (di seguito “l’Intermediario”), dopo aver esaminato la documentazione in atti, ha pronunciato la seguente decisione.

**FATTO**

**1.** La controversia sottoposta alla cognizione del Collegio concerne il tema della responsabilità dell’Intermediario per il non corretto adempimento degli obblighi informativi in ordine alle caratteristiche delle Obbligazioni oggetto di investimento, nonché dei doveri in tema di profilatura della clientela e valutazione di adeguatezza. Questi, in sintesi, i fatti oggetto del procedimento e considerati come rilevanti dal Collegio ai fini della decisione.

2. Dopo aver presentato reclamo in data 23 agosto 2023 all'Intermediario, riscontrato da quest'ultimo in modo ritenuto insoddisfacente in data 13 ottobre 2023, la Ricorrente si è rivolta all'Arbitro per le Controversie Finanziarie rappresentando quanto segue.

La Ricorrente espone di aver effettuato, in data 14 aprile 2014, un'operazione di investimento in Obbligazioni Astaldi 13/20 7,125% (ISIN XS1000393899), per un valore nominale di euro 100.000,00 e un controvalore investito di euro 111.051,58, per effetto del che ella dichiara di aver subito una perdita di euro 106.672,50.

In merito, la Ricorrente formula diverse contestazioni all'odierna controparte, sintetizzabili come segue:

- violazione degli obblighi informativi in sede di acquisto, non avendo al tempo l'Intermediario fornito alcuna informativa sulla natura, sulle caratteristiche, sulla provenienza e sul rischio di tali titoli, sottacendo che si trattava di Obbligazioni non garantite caratterizzate da un notevole rischio emittente ed esposte a problemi di liquidità così violando anche la Comunicazione Consob del 22 dicembre 2014, omettendo di rappresentare che, in fase di collocamento, erano strumenti indirizzati solo ad investitori qualificati e omettendo di consegnare qualsiasi specifico documento sui titoli quale una scheda prodotto;
- assenza di informativa successiva in ordine all'andamento degli strumenti finanziari nel tempo e alla richiesta di concordato preventivo avanzata dall'emittente il 28 settembre 2018, circostanza che le avrebbe impedito di effettuare una pronta e consapevole scelta di disinvestimento nonostante il rapporto consulenziale in essere;
- applicazione di strategie di esecuzione degli ordini senza il suo consenso e applicazione, senza esserne stata preventivamente informata, di costi e commissioni per euro 292,395 che ritiene derivino, tra l'altro, dall'aver eseguito l'operazione ad un prezzo più alto rispetto a quello registrato dal mercato;
- invalidità della sola intervista di profilatura datata 15 aprile 2011 prodotta dall'Intermediario, inattendibile per il contenuto generico, inesatto, incompleto, per il tenore auto-valutativo delle risposte peraltro contrastanti con le reali

caratteristiche di investitrice della Ricorrente di età avanzata con diploma di scuola superiore ad indirizzo linguistico e priva di esperienza professionale attinente il settore degli investimenti, nonché per il fatto che l'intervista di profilatura risulta sottoscritta solo nell'ultima pagina;

- mancata fornitura della valutazione di adeguatezza dell'investimento cui l'Intermediario era tenuto in vigore di un contratto che prevedeva il servizio di consulenza e che, in presenza di una corretta profilatura, avrebbe restituito un esito negativo per assenza di conoscenze, per incongruità con gli obiettivi di investimento e con la situazione finanziaria, nonché mancato svolgimento anche della sola valutazione di appropriatezza che avrebbe portato a giudicare l'investimento non appropriato per mancanza di conoscenze ed esperienze;

- assenza di copia dell'ordine relativo all'operazione contestata che sarebbe stato conferito dalla cliente odierna Ricorrente, facendo da ciò discendere la nullità dell'investimento.

**3.** Sulla base delle doglianze formulate, la Ricorrente conclusivamente chiede, in via principale, di accertare la responsabilità dell'Intermediario convenuto, nonché la violazione della normativa di settore e per l'effetto di ordinare al resistente il risarcimento dei danni subiti a causa dell'operatività oggetto del ricorso pari a euro 106.672,50, oltre ad interessi legali e rivalutazione monetaria. Ella chiede poi, in via principale e alternativa, di accertare la nullità dell'operazione, nonché la violazione della normativa di settore e per l'effetto di ordinare al resistente il risarcimento dei danni subiti a causa dell'operatività oggetto del ricorso pari a 106.672,50 euro, oltre ad interessi legali e rivalutazione monetaria.

**4.** L'Intermediario si è regolarmente costituito e, in fatto, anzitutto rappresenta che l'operazione oggetto di ricorso odierno è stata disposta dalla Ricorrente in data 14 aprile 2014, nell'ambito del servizio di ricezione e trasmissione di ordini, in merito al che il consulente di riferimento risulta aver regolarmente effettuato la valutazione di adeguatezza e verbalmente fornito alla cliente gli elementi informativi riguardanti l'emittente e i titoli di che trattasi. L'Intermediario precisa poi che, per quattro anni, dal 1° giugno 2014 al 1° giugno 2018, la Ricorrente ha percepito le relative cedole, per un totale complessivo di 23.892,50 euro,

ricevendo trimestralmente l'estratto del deposito titoli e annualmente la situazione patrimoniale aggiornata.

Ciò premesso, per quanto attiene alle contestazioni sollevate da controparte, l'Intermediario si difende:

- osservando che la perdita lamentata dalla Ricorrente in questa sede non può dirsi essersi cristallizzata né provata, stante la voluta permanenza nel suo portafoglio degli strumenti derivanti dalle Obbligazioni medesime, il cui valore è soggetto a variazione; conseguentemente non sussiste, allo stato, un interesse ad agire per carenza di danno concreto ed attuale;
- producendo l'ordine scritto con cui l'operazione è stata disposta, così smentendo le pretestuose e non veritiere affermazioni avversarie in merito all'assenza della relativa disposizione;
- asserendo il corretto adempimento degli obblighi informativi mediante la consegna della documentazione contrattuale comprensiva degli allegati, tutta regolarmente sottoscritta, fornita e ricevuta dalla Ricorrente, che dichiarava, tra l'altro, di aver ricevuto il documento informativo in merito alla natura e ai rischi degli strumenti finanziari oltre che la descrizione fornita dal consulente al momento dell'acquisto;
- rilevando che la limitazione dell'offerta delle Obbligazioni ai soli investitori qualificati ha riguardato la sola fase di emissione e collocamento dei titoli, nel 2013, ma non anche la fase successiva di negoziazione sul mercato secondario;
- riferendo che la Ricorrente, alla stipula del contratto quadro, ha dichiarato di aver ricevuto, tra l'altro, l'informativa sulla strategia di esecuzione ordini e le informazioni sui costi ed oneri connessi alla prestazione dei servizi;
- sottolineando che, all'atto dell'acquisto impugnato, le Obbligazioni, di tipo *corporate* ordinarie, erano oggetto di ampi volumi di scambio nell'ambito sistema multilaterale di negoziazione regolamentato EuroTLX, mercato che assicura la liquidità tramite un meccanismo di asta continua e la presenza di almeno un *Liquidity Provider* per ogni strumento finanziario;
- contestando l'asserzione della Ricorrente circa la complessità dei titoli in lite dal momento che l'opzione call esercitabile dall'emittente avrebbe garantito

all'investitore il rimborso dell'intero capitale e una cedola premio ed anche la presunta opzione put era prevista unicamente al verificarsi di un cambio di controllo con ricevimento del 101% dell'importo principale dei titoli oltre agli interessi maturati e non pagati ed eventuali importi aggiuntivi fino al riacquisto;

- sottolineando di non essere tenuto ad obblighi specifici in tema di informativa ex-post stante il servizio offerto di ricezione e trasmissione di ordini e di aver messo a disposizione della Ricorrente le note informative relative all'operazione nonché gli estratti conto titoli;
- affermando che, con la sottoscrizione del questionario Mifid (mai contestata in precedenza), la odierna Ricorrente ha assunto la paternità delle dichiarazioni ivi contenute e in forza del principio di autoresponsabilità, non può che ritenersi ad esse vincolata. In particolare, il resistente rammenta che la Ricorrente ivi dichiarava (i) di conoscere diverse tipologie di obbligazioni, azioni, strumenti non tradizionali, obbligazioni strutturate, i *covered warrant* ed i derivati, i fondi, le gestioni patrimoniali e i prodotti assicurativi con contenuto finanziario; (ii) di avere un orizzonte temporale degli investimenti di lungo periodo, una tolleranza al rischio "alta" intesa quale volontà di "affrontare riduzioni anche rilevanti di valore degli investimenti a fronte di opportunità di rivalutazione consistenti del capitale", (iii) di riuscire a risparmiare una parte rilevante del proprio reddito, le cui fonti erano caratterizzate da "stabilità", e che il suo patrimonio complessivo era "più che sufficiente a garantirle una certa tranquillità" e che eventuali perdite di valore dei suoi investimenti non avrebbero potuto compromettere la sua capacità di far fronte ad impegni finanziari regolari;
- riferendo che, prima dell'acquisto contestato, la Ricorrente aveva già investito in obbligazioni di vari emittenti *corporate*, anche bancari, con alti rendimenti cedolari, oltre che in titoli azionari di emittenti italiani ed esteri, in SICAV, in numerosi ETF, *warrants* e titoli illiquidi. L'Intermediario osserva anche che, al 31 giugno 2014, a fronte di un patrimonio complessivo di 2.930.100,72 euro, detenuto presso l'Intermediario, la cliente aveva investito 2.893.421,57 euro in strumenti finanziari, di questi 2.679.784,45 euro in obbligazioni con elevato profilo di rischio, tanto che le Obbligazioni qui controverse (che costituivano

meno di 1/25 dei *bond* detenuti) erano da ritenersi del tutto adeguate al profilo di rischio “*Dinamico*” che le era stato correttamente attribuito;

- sostenendo che, quand’anche si dovesse ritenere sussistente una condotta censurabile da parte dell’Intermediario, le circostanze descritte lasciano legittimamente presumere che la Ricorrente avrebbe comunque acquistato le Obbligazioni, anche ove avesse ricevuto le informazioni della cui carenza si duole. L’Intermediario aggiunge che, nonostante abbia ricevuto annualmente l’informativa sull’andamento del titolo e sul relativo controvalore, la Ricorrente ha di fatto ratificato gli effetti dell’acquisto con l’incasso delle relative cedole e ha deciso di conservare in portafoglio l’investimento anche quando, a partire dal 2018, il titolo iniziava a subire rilevanti perdite, difettando quindi la prova del nesso causale tra asserito inadempimento e danno lamentato;

- evidenziando che la mancata liquidazione dell’investimento da parte della Ricorrente deve essere presa in considerazione ai fini della quantificazione di un eventuale risarcimento, avendo ella concorso con il suo comportamento colposo alla causazione del danno. Infatti, usando l’ordinaria diligenza, avrebbe potuto ricavare dalla vendita dei titoli il valore indicato nell’estratto conto al 31 dicembre 2018 pari ad 26.670,00 euro o, in subordine, il controvalore alla data del 1° ottobre 2018, dopo la comunicazione al mercato della domanda di concordato, pari a 26.230,00 euro;

Conclusivamente, l’Intermediario chiede, dunque, all’Arbitro di “*rigettare integralmente le istanze formulate dalla [Ricorrente] in ragione del difetto di interesse ad agire ex art. 4, co. 3 Regolamento ACF ed in ogni caso in quanto del tutto infondate per le ragioni sopra esposte. In subordine, nella denegata ipotesi di accoglimento delle domande avversarie, chiede di diminuire l’importo dovuto del controvalore dei Titoli al 31.12.18 o in subordine al 1.10.18, oltre che di quanto già corrisposto alla Cliente per cedole e ricavato dalla parziale vendita dei Titoli e di restituire i Titoli alla Banca.*”.

5. La Ricorrente si è avvalsa della facoltà di presentare repliche, nell’ambito delle quali richiama nella sostanza quanto già esposto nel ricorso introduttivo ed evidenzia che, nonostante le difese presentate, l’Intermediario non ha a ben vedere

dimostrato con prove documentali di averla correttamente informata sulle caratteristiche e la rischiosità del prodotto, nonostante i più stringenti obblighi di diligenza, correttezza e trasparenza previsti in caso di consulenza. Con riguardo alla valutazione di adeguatezza, la Ricorrente contesta anche la valenza probatoria del documento versato in atti dalla controparte, in primo luogo in quanto non risultano evidenze della presa visione del medesimo da parte sua ed inoltre per il suo contenuto che richiama una presunta conoscenza di tutti i prodotti presenti nella proposta di investimento (conoscenza derivante da dichiarazioni strumentalmente consigliate dal consulente per poter accedere all'acquisto di una moltitudine di strumenti finanziari anche molto complessi). Similmente, ritiene che non sia chiaro il riferimento all'indicatore ISR pre-simulazione e ISR post simulazione non essendo accompagnato da alcuna spiegazione di tale parametro di rischio e pertanto fuorviante.

6. L'Intermediario si è avvalso della facoltà di formulare repliche finali, anch'egli essenzialmente per ribadire quanto già esposto e domandato nel corso della prima fase di contraddittorio. In particolare, insiste sull'elevata esperienza e conoscenza in materia di investimenti della Ricorrente, affermando che il titolo di studio conseguito e l'attività lavorativa svolta rappresentano solo alcune delle informazioni acquisite nel corso dell'intervista al fine di stabilire il livello di conoscenza del cliente stesso, non essendo comunque necessaria per essere qualificato come investitore "esperto" una specifica formazione o particolari titoli di studio attestanti la competenza in materia prettamente finanziaria, come invece sostenuto da controparte. In relazione, infine, alla valutazione di adeguatezza, dichiara che analizzando il documento emerge *per tabulas* che l'ISR è un indice sintetico di rischio calcolato in base al portafoglio della cliente (valore numerico che permette di individuare il rischio massimo sopportabile da un determinato cliente) e che, alla luce del "*profilo di tolleranza al rischio*" della Ricorrente, pari al livello più elevato (i.e. "*dinamico*", coerentemente indicato con un ISR massimo pari a 100), prima dell'acquisto esso era pari al 16,021 e che a seguito di detto acquisto era sceso a 15,102.

## DIRITTO

Esaminata la documentazione agli atti, il Collegio si esprime nei termini di seguito rappresentati.

In via preliminare, va respinta la domanda di nullità dell'investimento per mancanza della relativa disposizione di acquisto, essendo presente in atti la documentazione confermativa dell'operazione, che risulta essere stata effettuata in filiale, mediante ordine cartaceo conferito dalla Ricorrente il 14 aprile 2014. Parimenti, vi è prova in atti della documentazione con la quale il 15 aprile 2011 la cliente ha attivato il rapporto di conto corrente, il deposito titoli e chiesto la prestazione dei servizi di investimento, comprensivi della consulenza, dichiarando di aver ricevuto copia e preso visione, tra l'altro, delle norme generali di contratto, della documentazione sui rischi degli strumenti finanziari, sulla politica del conflitto di interessi, su commissioni, spese, incentivi ed altri oneri connessi alla prestazione dei servizi.

Quanto ai profili di merito dell'operatività controversa, le risultanze in atti inducono questo Collegio a ritenere sussistenti profili di criticità con riguardo all'operato dell'Intermediario nei termini di seguito specificati.

Quanto agli obblighi di informazione preventiva, risulta dirimente di ogni altro profilo valutativo la circostanza che la documentazione prodotta in atti non è attestativa del loro effettivo assolvimento, essendo stato messo nella disponibilità di questo Collegio il solo modulo d'ordine, con ivi riportata l'anagrafica del titolo, il nominale richiesto ed il prezzo relativo, con ivi presente la firma del consulente che ha veicolato la disposizione, in calce alla seguente frase: *“In relazione all'oggetto del presente ordine dichiaro di aver fornito al Cliente tutte le informazioni utili circa la natura e i rischi degli strumenti finanziari oggetto dell'operazione e dell'operazione stessa.”*. Il che, all'evidenza, trattandosi di unilaterale e pressoché rituale dichiarazione, non può rappresentare idonea prova dell'effettivo assolvimento degli obblighi di informazione preventiva, tale cioè da ingenerare autentica consapevolezza nell'investitrice circa le caratteristiche e gli effetti di ricaduta, in termini di rischio correlato, dell'investimento.

Relativamente, poi, alla valutazione dell'investimento deve innanzitutto rilevarsi che risulta controverso tra le parti il tipo di servizio di investimento prestato poiché, da un lato, la Ricorrente evoca un rapporto di natura consulenziale e, dunque, di essere stata consigliata nel senso dell'acquisto dei titoli in lite; dall'altro lato, il Resistente riferisce del proprio impedimento a fornire consigli di investimento e raccomandazioni personalizzate su specifici prodotti, tra cui le Obbligazioni in lite, pur nel contempo versando in atti un "*report di consulenza*" in cui figura il nominativo del consulente di riferimento operante per conto dell'Intermediario medesimo e qualifica l'operazione in lite quale "*proposta di investimento*".

In ogni caso, con riguardo all'esito positivo del "test di adeguatezza" di cui fornisce evidenza il suindicato *report*, non può non osservarsi che esso non risulta firmato dalla cliente, con l'effetto che non vi è certezza che ella lo abbia potuto effettivamente e preventivamente visionare. Oltre ciò, esso risulta essere scarsamente esplicativo dell'esito della valutazione asseritamente condotta, per l'assenza di elementi esplicativi dell'ISR, dei valori da esso espressi, limitandosi a riportare la dicitura "*IRS (Indicatore sintetico di rischio) calcolato in base al portafoglio del primo intestatario*".

Anche l'unico questionario prodotto in atti (questionario datato 15 aprile 2011) si presta a profili di censura, dato il suo tenore alquanto generico e la presenza di elementi informativi che appaiono incongruenti (quali, ad es., l'elevata conoscenza di tutti gli strumenti finanziari, pur disponendo la cliente di titolo di studio rappresentato da un diploma in ambito diverso da quello finanziario/economico e pur in presenza di un periodo significativo, di tre anni, caratterizzato dall'assenza di operatività). Nello stesso tempo, il portafoglio detenuto dalla Ricorrente e le posizioni in titoli ivi presenti, come evidenziate dall'Intermediario, danno il senso di un'investitrice in possesso di un cospicuo e variegato portafoglio, con ivi presenti titoli caratterizzati da apprezzabili livelli di rischiosità.

Quanto all'informativa post-investimento si evidenzia, in primo luogo, che l'Intermediario non ha fornito evidenze di comunicazioni specifiche sulle vicende

occorse all'emittente antecedenti alla richiesta di concordato, ovvero ad essa immediatamente successive. In ogni caso, proprio per il tramite dei documenti di rendicontazione periodici, la odierna Ricorrente è stata resa edotta dell'andamento dell'investimento nei termini di seguito riassunti: le Obbligazioni, acquistate nell'aprile 2014 al prezzo di 108,75, hanno mantenuto prezzi sopra la pari o di poco inferiori fino al 30 giugno 2017, mentre al 31 dicembre 2017 registravano un primo calo, con un prezzo di mercato di 80,90 e al 30 giugno 2018 valorizzavano 83,32 per 100 di nominale; successivamente si rilevavano prezzi espressione dell'intervenuta richiesta di accesso alla procedura di concordato dell'emittente e, quindi, di 26,67 al 31 dicembre 2018, in discesa anche nel 2019, fino a registrare il valore di 14,75 evidenziato nelle rendicontazioni di fine 2019.

In conclusione, questo Collegio ritiene censurabile l'operato dell'Intermediario resistente per le carenze e criticità riscontrate nell'assolvimento degli obblighi informativi nella fase genetica dell'acquisto il che, per i motivi sopra esposti, ha finito per pregiudicare in maniera grave la possibilità per la cliente di effettuare una scelta informata, a fronte del che il profilo comunque evoluto della cliente - per il fatto che essa disponeva di un cospicuo patrimonio mobiliare - non può assumere l'auspicata valenza esimente. Pertanto, il ricorso risulta meritevole di accoglimento e, relativamente al risarcimento del danno occorso, esso va determinato, in linea con un orientamento già fatto proprio da questo Collegio in sede di esame di analoghe fattispecie, nell'importo di euro 60.929,08 (oltre rivalutazione e interessi), quale differenza tra il controvalore investito (euro 111.051,58), quanto percepito a titolo di cedole (euro 23.892,50) e quanto la Ricorrente avrebbe ricavato se avesse ceduto i titoli di che trattasi alla data del 1° ottobre 2018 (euro 26.230,00), vale a dire subito dopo la diffusione del comunicato stampa riportante la notizia della domanda di concordato preventivo presentata dall'emittente, allorquando lo strumento finanziario sul mercato Eurotlx presentava una quotazione di 26,23 euro per 100 di nominale; ciò, ritenendosi sussistenti i presupposti per l'applicazione del disposto di cui all'art. 1227 c.c..

## **PQM**

Il Collegio, in accoglimento del ricorso per quanto e nei termini sopra specificati, dichiara l'Intermediario tenuto a corrispondere alla Ricorrente, a titolo risarcitorio, l'importo rivalutato di euro 72.626,47 (da cui potrà dedursi l'eventuale rateo d'interessi riconosciuti a parte Ricorrente al 1° ottobre 2018), 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 euro 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