



Decisione n. 7885 del 27 febbraio 2025

**ARBITRO PER LE CONTROVERSIE FINANZIARIE**

Il Collegio

composto da

Dott. G.E. Barbuzzi – Presidente

Prof. Avv. G. Santoni – Componente supplente

Prof. Avv. A. Scotti – Componente supplente

Prof. P. Esposito - Componente

Prof. Avv. R. Rosapepe – Componente supplente

Relatore: Prof. Avv. R. Rosapepe

nella seduta del 21 febbraio 2025, in relazione al ricorso n. 11357, presentato dal Sig. ██████████ (“Ricorrente”) nei confronti di ██████████ ██████████ (“Intermediario” o “Resistente”), dopo aver esaminato la documentazione in atti, ha pronunciato la seguente decisione.

**FATTO**

1. Insoddisfatto del riscontro ricevuto in sede di previo reclamo, l’odierno Ricorrente si è rivolto all’Arbitro per le Controversie Finanziarie esponendo di aver acquistato, tramite l’Intermediario qui convenuto, in data 17 novembre 2015 e 27 novembre 2015, obbligazioni “Portugal Telecom 5,875%” (XS0843939918), per un controvalore, rispettivamente, di € 84.158,27 e di € 80.200,00, emesse dalla società Portugal Telecom International Finance BV.

In merito a tale operatività, egli contesta all'Intermediario:

- l'assenza, a monte, di un valido contratto quadro per la prestazione dei servizi di investimento, essendo quello sottoscritto nel dicembre 1999 decisamente datato rispetto alle operazioni qui contestate;
- l'omessa informativa preventiva sulle caratteristiche e i rischi dello strumento finanziario, non essendo stato consegnato al cliente alcun documento informativo specifico (scheda prodotto) avente ad oggetto il titolo. In particolare, il Ricorrente rappresenta che, al momento dell'acquisto non è stato debitamente informato delle operazioni societarie che già avevano interessato l'Emittente, stante il cambio del soggetto che avrebbe dovuto garantire la restituzione a scadenza del prestito, con conseguente aumento del rischio emittente e del rischio Paese, né veniva reso edotto della complessità delle obbligazioni, in violazione della Comunicazione Consob n. 0097996 del 22 dicembre 2014. Il titolo incorporava, infatti, un'opzione di tipo *put* che avrebbe permesso di rivenderlo all'Emittente al valore nominale, a determinate condizioni (i.e. un cambio di controllo e/o un *downgrade*). Inoltre, nessuna delle informazioni, contenute nei documenti di emissione all'epoca redatta veniva messa a disposizione, né tali documenti concretamente resi fruibili, così sottacendo tutti i fattori di rischio legati al prodotto e all'Emittente. L'Intermediario, inoltre, non avrebbe rappresentato l'illiquidità dell'obbligazione, non osservando così i più stringenti obblighi informativi dettati dalla Comunicazione Consob n. 9019104 del 2 marzo 2009;
- l'omessa informativa *on going* circa l'andamento dei titoli, non avendo il cliente neanche ricevuto la notizia della richiesta di ammissione dell'Emittente a procedura fallimentare nel giugno 2016;
- il mancato rispetto delle regole in tema di profilatura del cliente. Il questionario del 4 ottobre 2013 risulta, infatti, privo di attendibilità in quanto non rispecchia il reale profilo del cliente, non contenendo informazioni precise e approfondite sul livello di conoscenza e di esperienza rispetto ai vari strumenti e, in particolare, rispetto ai titoli obbligazionari complessi, né domande specifiche

riguardanti la natura, il volume, l'ammontare, il controvalore e la frequenza delle operazioni compiute in passato dal cliente, per ciascuna categoria di strumento finanziario. Inoltre, viene contestata la contraddittorietà di talune risposte e il tenore di fatto "autovalutativo" delle domande relative al livello di conoscenza ed esperienza del cliente in materia di investimenti.

Il Ricorrente conclude chiedendo al Collegio di: (i) accertare la responsabilità dell'Intermediario per la violazione della normativa di settore e, per l'effetto, ordinare la risoluzione degli ordini di acquisto e/o il risarcimento dei danni subiti pari ad € 164.358,27, oltre ad interessi legali e rivalutazione monetaria; (ii) in via principale e alternativa, di accertare la nullità delle operazioni in lite, nonché la violazione della normativa di settore e, per l'effetto, ordinare all'Intermediario la restituzione e/o il risarcimento dell'importo di € 164.358,27, oltre ad interessi legali e rivalutazione monetaria.

**2.** L'Intermediario, costituitosi, regolarmente deduce quanto segue.

Quanto alla presunta mancanza di un valido contratto quadro, a presente che nel dicembre del 1999 il Ricorrente sottoscriveva il contratto disciplinante la prestazione dei servizi, in esecuzione del quale venivano aperti rapporto di conto corrente e di deposito titoli, regolato dalle condizioni generali – quali parti integranti del contratto quadro - che il Ricorrente dichiarava contestualmente di avere "*ricevuto, [...] letto attentamente e compreso*".

Con comunicazione del 20 dicembre 2007, poi, il cliente veniva reso edotto delle novità introdotte dalla normativa MiFID, mettendo a disposizione dello stesso apposito Documento Informativo ("Normativa Mifid"), aggiornato unitamente all'estratto conto di marzo 2014.

Con comunicazione del 18 dicembre 2017, infine, il cliente veniva reso edotto delle novità introdotte dalla c.d. MiFID 2, in vigore dal 3 gennaio 2018.

Con riguardo, poi, alle operazioni qui contestate, l'Intermediario resistente sottolinea che esse sono state disposte autonomamente dal Ricorrente, *on line*, nell'ambito della prestazione del solo servizio di esecuzione di ordini; a tal fine,

egli produce i *log* delle operazioni qui in esame, con ivi riportato il codice utente e l'attestazione di inserimento del PIN dispositivo.

Deduce ancora parte resistente di aver fornito al cliente, in via preventiva, tutte le necessarie informazioni direttamente nella schermata in cui era posizionato il tasto per l'inserimento degli ordini ("ordina"), sottolineando poi che le informazioni "dinamiche" (quali, ad es. il prezzo di negoziazione) vengono recuperate dal mercato e aggiornate di momento in momento, mentre le altre (indicazione del *rating* dell'obbligazione e dell'emittente, la data e il prezzo di emissione, la scadenza, etc.) corrispondono a quelle riportate nella relativa "Scheda prodotto" disponibile al *link* "Informativa titolo" nel campo "dettagli", presente nella medesima schermata.

In un tale contesto informativo, a detta dell'Intermediario si rivela priva di rilievo la circostanza che al cliente non sia stato consegnato anche il "prospetto di base", non sussistendo oltretutto alcun obbligo in tal senso, traibile da una fonte normativa primaria o secondaria.

Similmente, l'Intermediario nega rilievo alla contestazione circa la presunta illiquidità dei titoli qui controversi, atteso che il mercato di negoziazione degli stessi (Eurotlx) assicurava la necessaria liquidità, tramite un meccanismo di asta continua e attraverso la presenza di almeno un *liquidity provider* per ogni strumento finanziario, come riportato anche nella scheda prodotto dell'obbligazione. Inoltre, a detta del Resistente, il titolo si presentava come un'obbligazione ordinaria e non complessa.

Con riferimento all'asserita omessa informativa successiva, l'Intermediario evidenzia che, avendo prestato nel caso di specie unicamente il servizio di esecuzione di ordini per conto dei clienti, non aveva alcun obbligo in tal senso. Peraltro, il Ricorrente ha sempre avuto a disposizione gli estratti conto periodici, nonché la costante valorizzazione del portafoglio nella sezione riservata del sito ("Portafoglio sintesi"). Egli, inoltre, è stato adeguatamente informato mediante numerose comunicazioni inviate via e-mail, in ordine ai fatti nuovi sopravvenuti e all'offerta di scambio finalizzata alla ristrutturazione del debito, con ivi riportati i

principali siti sui quali reperire informazioni e documentazione utili, nonché le indicazioni ed istruzioni per aderire al piano di ristrutturazione del debito dell'Emittente.

Per quanto concerne, poi, lo svolgimento del giudizio di appropriatezza, il Resistente, richiamando il principio di autoresponsabilità in ordine alle dichiarazioni rilasciate e sottoscritte dal cliente nei questionari MiFID, rileva che il Ricorrente ha fornito informazioni circa il proprio livello di conoscenza ed esperienza in data 13 dicembre 2008, accedendo all'area riservata del sito, come da relativo log e poi ha aggiornato tali informazioni in diverse occasioni e, più in particolare, per quanto di rilievo ai fini delle operazioni in lite, il 4 ottobre 2013 mediante sottoscrizione dell'apposito modulo cartaceo.

In quest'ultimo questionario, in particolare, il Ricorrente dichiarava di avere una conoscenza media di obbligazioni ordinarie e convertibili, strutturate e subordinate (dichiarando di avere effettuato a valere su tale tipologia di strumenti, negli ultimi 5 anni dal rilascio delle informazioni in parola, da 1 a 3 operazioni), nonché di tenersi informato sull'andamento dei mercati finanziari. In base alle informazioni così acquisite, l'Intermediario provvedeva a valutare in termini positivi l'appropriatezza delle operazioni controverse. Evidenzia, altresì, il Resistente che il cliente risulta aver operato su diversi strumenti obbligazionari emessi da stati governativi esteri, nonché BOT, BTP, azioni e pronti contro termine.

Infine e in ogni caso, l'Intermediario deduce l'interruzione del nesso di causalità tra il danno lamentato ed eventuali propri inadempimenti, stigmatizzando la condotta dell'istante in termini di concorso di colpa quanto all'entità delle perdite lamentate, tenuto conto che egli, oltre alla presa visione degli estratti conto riportanti il controvalore dei titoli dallo stesso detenuti tra cui le obbligazioni in questione, ha avuto modo di visualizzare la scheda prodotto del titolo, che indicava il prezzo di riferimento dell'ultima giornata di negoziazione disponibile; con l'effetto che l'odierno Ricorrente ha potuto prendere adeguata contezza del fatto che il valore del titolo era in costante diminuzione, essendo passato da un

valore pari a € 81,01 alla data di rilevazione del 13 novembre 2015 a quello di € 53,54 alla data del 20 gennaio 2016.

Infine, il Resistente contesta la quantificazione del danno lamentato anche per il fatto che non tiene conto né delle cedole percepite, per € 8.695,00, né dell'adesione al piano di ristrutturazione del debito del gruppo di appartenenza.

L'Intermediario conclude, pertanto, chiedendo al Collegio il rigetto del ricorso; in subordine, chiede che nella quantificazione del danno si tenga conto del concorso di colpa del Ricorrente e, in ogni caso, sia dell'importo pari alle cedole percepite sia dell'adesione al piano di ristrutturazione del debito dal quale egli risulta titolare di un credito.

3. Entrambe le parti hanno depositato memorie integrative, finendo con il riproporre parte delle argomentazioni già svolte nel corso della prima fase del contraddittorio.

## **DIRITTO**

1. Va, innanzitutto, esaminata la domanda di nullità delle operazioni contestate per asserita mancata sottoscrizione di un contratto quadro aggiornato.

La domanda non può dirsi fondata.

Secondo il consolidato orientamento di carattere generale di questo Collegio, infatti, *“ai fini della verifica della forma scritta, è sufficiente la sussistenza di un contratto quadro sottoscritto dal cliente, mentre eventuali considerazioni sul mancato aggiornamento delle sue pattuizioni alla luce dei mutamenti normativi medio tempore sopravvenuti possono, al più, rilevare come elementi che attestano una non corretta modalità di gestione del rapporto, ma non possono tradursi in una causa di nullità dell'intero contratto”* (cfr. Decisioni n. 7098 del 3 gennaio 2024; n. 3605 del 13 aprile 2021; n. 7451 del 27 giugno 2024). Nel caso di specie, oltretutto, consta che il Ricorrente sia stato destinatario di aggiornamenti in ordine alle pattuizioni contrattuali in essere, alla luce delle novità introdotte dalla normativa MiFid, con il che può ritenersi che l'operatività controversa sia stata realizzata sulla base di un valido contratto quadro in essere tra le parti.

2. Nemmeno possono dirsi fondati i rilievi pregiudiziali del Ricorrente in ordine alla (ir)rilevanza a fini probatori delle evidenze informatiche esibite dall'Intermediario resistente.

Anche su questo punto può rinviarsi all'orientamento consolidato di quest'Arbitro che, in casi analoghi, ha sottolineato che le evidenze informatiche degli intermediari costituiscono validi elementi di prova e che *“in una prospettiva di buona fede processuale, si deve presumere, salvo che non sussistano rilevanti elementi di segno contrario, che l'intermediario non abbia evidentemente manomesso i propri report al solo fine di poter eventualmente prevalere in una specifica controversia arbitrale, non foss'altro che per profili di responsabilità, anche in termini di vigilanza, cui una condotta siffatta lo esporrebbe”* (cfr. Decisione n. 6685 del 12 luglio 2023).

3. Ciò premesso, con riferimento alla tipologia di servizio prestato in occasione degli acquisti controversi, dalla documentazione in atti consta che essi sono avvenuti sul mercato EuroTLX, nell'ambito del servizio di esecuzione di ordini per conto del cliente, in modalità di *trading on line*; circostanza che trova conferma nell'estratto degli archivi informatici depositato dal Resistente, da cui si rileva altresì il codice utente, il prezzo di acquisto, la quantità, il mercato di riferimento, il codice ISIN dello strumento ed una specifica voce che pare individuare il *device* utilizzato dal disponente, nonché l'evidenza del regolare inserimento del PIN dispositivo.

Quanto, invece, all'adempimento degli obblighi di informazione preventiva, l'Intermediario ha riprodotto la schermata che di norma appare ai clienti in caso di operazioni eseguite *online*, riferita tuttavia ad altro strumento finanziario, il che di per sé non consente di poter ritenere debitamente accertato in questa sede l'effettiva messa a disposizione del cliente, all'atto delle operazioni, di un set informativo idoneo a farne scaturire scelte d'investimento consapevoli, né che la procedura seguita in casi della specie fosse assistita da una funzionale bloccante, che consentisse di porre in essere l'investimento solo previa visione della relativa scheda prodotto.

In un tale contesto, anche ove si volesse ritenere provato che il cliente sia stato messo effettivamente in condizione di acquisire previa contezza di una tale scheda, quel che emerge dalle risultanze istruttorie è che essa non conteneva informazioni aggiornate sull'Emittente, in particolare per il fatto che non si dava ivi conto dell'intervenuto perfezionamento, nel giugno 2015, della cessione di Portugal Telecom alla società Altice, che aveva il tutt'altro che trascurabile effetto di ricondurre l'Emittente nell'alveo del gruppo brasiliano OI S.A., con conseguente deciso innalzamento del livello di rischio insito nel titolo.

Si trattava, dunque, di informazione centrale per pervenire a scelte d'investimento consapevoli delle relative implicazioni, al tempo e, soprattutto, prospettiche.

Ciò, anche dovendosi considerare il profilo del cliente, come risultante dal questionario di profilatura del 4 ottobre 2013, rilevante ai fini degli acquisti qui contestati, da cui emerge un livello di conoscenza solo medio in materia finanziaria e un'operatività che non può dirsi d'intonazione fortemente speculativa, con una propensione al rischio di tipo "bilanciata".

**4.** In ordine, invece, al contestato inadempimento degli obblighi in tema di informativa successiva, risulta dirimente di ogni altro profilo valutativo la circostanza che l'Intermediario ha prodotto alcune comunicazioni inviate al Ricorrente via e-mail, contenenti informazioni sul piano di riorganizzazione giudiziaria del gruppo dell'Emittente e delle sue controllate, ivi indicando i siti di riferimento da consultare per reperire dettagli e documentazione utili ai fini delle eventuali valutazioni, nonché le indicazioni ed istruzioni per aderire al piano di ristrutturazione del debito; inoltre, consta la consultazione da parte del Ricorrente, nel corso del tempo, dei dati aggiornati relativamente al titolo tramite la visualizzazione della specifica sezione relativa al "Portafoglio di sintesi". Risultano, altresì, in atti gli estratti conto trimestrali messi a disposizione del cliente nella specifica sezione del sito ("estratto conto" dell'area riservata).

**5.** In conclusione, ciò che ad avviso di questo Collegio radica la responsabilità risarcitoria dell'Intermediario resistente è la circostanza che non possono dirsi



essere stati correttamente assolti gli obblighi di informazione nel momento genetico degli investimenti contestati, per i motivi sopra esplicitati.

Relativamente al *quantum*, quest'Arbitro ritiene sussistenti i presupposti per fare applicazione dell'art. 1227 c.c., considerato che il Ricorrente non solo avrebbe potuto, nel tempo, rendersi conto dell'effettiva rischiosità dell'investimento e porre in essere azioni idonee a limitare il danno, ma soprattutto che ha avuto – mediante la consultazione della pagina relativa al suo portafoglio investimenti – la possibilità di rendersi conto della progressiva crescita del livello di rischio dell'investimento, stante i fatti nuovi che stavano interessando l'Emittente.

Così ragionando, considerato che dall'estratto conto al 30 giugno 2016 il prezzo registrato dalle obbligazioni in questione il primo giorno di negoziazione utile (1° luglio 2016) risultava di € 15,89 - valore che non poteva che essere interpretato quale segnale di una situazione societaria dell'Emittente oramai deterioratasi in maniera irreparabile, dal che l'odierno Ricorrente ben avrebbe potuto far conseguire comportamenti attivi funzionali a mitigare l'entità del danno - il danno va quantificato in € 123.883,27, quale differenza tra l'importo complessivamente investito di € 164.358,27, il controvalore ricavabile da una vendita tempestiva (€ 31.780,00) che l'investitore odierno Ricorrente ben avrebbe potuto eseguire e la cedola *medio tempore* incassata pari a € 8.695,00.

### **PQM**

Il Collegio, in accoglimento del ricorso per quanto e nei termini sopra specificati, dichiara l'Intermediario tenuto a risarcire al Ricorrente il danno occorso, per le causali di cui in narrativa, per l'importo rivalutato di € 149.898,76, oltre a interessi legali dalla data della presente decisione sino al soddisfo.

Fissa il termine per l'esecuzione in trenta giorni dalla data della medesima 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 euro 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