



**ARBITRO PER LE CONTROVERSIE FINANZIARIE**

Il Collegio

composto da:

Dott. G. E. Barbuzzi – Presidente

Prof.ssa M. D. Braga – Componente

Prof. Avv. Ph. Fabbio – Componente Supplente

Prof. Avv. F. De Santis - Componente

Prof. P. Esposito - Componente

Relatrice: Prof.ssa M. D. Braga

nella seduta del 7 marzo 2025, in relazione al ricorso n. 11475, 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 contestato non corretto adempimento da parte dell’Intermediario degli obblighi inerenti alla prestazione dei servizi di consulenza ed esecuzione ordini, in particolare sotto il profilo dell’inadempimento degli obblighi informativi, degli obblighi di trasparenza su costi e commissioni applicate, alla valutazione di adeguatezza/appropriatezza, nonché degli obblighi di *best execution*. 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 5 giugno 2024 all'Intermediario, riscontrato da quest'ultimo in modo ritenuto insoddisfacente, la Ricorrente, avvalendosi dell'assistenza di un procuratore, si è rivolta all'Arbitro per le Controversie Finanziarie rappresentando quanto segue.

La Ricorrente dichiara di aver effettuato, per il tramite dell'Intermediario convenuto, n. 4 acquisti di obbligazioni BEI denominate in lira turca, tra il 27 febbraio 2019 e l'11 marzo 2020, per effetto del che fa presente di aver subito perdite per un ammontare complessivo di euro 60.512,61.

In relazione a tale complessiva operatività, la Ricorrente si duole, in particolare, per:

- la mancata messa a disposizione da parte dell'Intermediario di un'adeguata informativa preventiva sulla natura, sulle caratteristiche e sul rischio insito nello specifico strumento finanziario, in violazione degli obblighi di diligenza, correttezza, informazione e trasparenza previsti dall'art. 21 Tuf, e dal Regolamento Intermediari e, in particolare, per aver omesso l'informativa specifica sul rischio di "cambio", ovverosia che l'andamento del tasso di cambio avrebbe potuto determinare perdite consistenti anche nel caso di rimborso a scadenza, "sterilizzando" dunque il vantaggio di un elevato *rating* di emissione, così come per aver omesso di renderla edotta del fatto che la lira turca avesse fatto registrare nei mesi e negli anni antecedenti alla data degli acquisti effettuati nel 2019 e nel 2020 una significativa svalutazione;

- la violazione degli obblighi di informativa e trasparenza sui costi e sugli oneri applicati. Infatti, a detta della Ricorrente, l'Intermediario (i) non ha mai ricevuto la sua accettazione delle strategie di esecuzione degli ordini; (ii) non ha indicato il prezzo di esecuzione degli ordini, i costi e le commissioni effettivamente applicate; (iii) ha eseguito gli acquisti contestati ad un prezzo superiore a quello presente sul mercato alla data di esecuzione, di talché le commissioni indicate nelle contabili sottostimavano quanto effettivamente corrisposto all'Intermediario medesimo, con l'addebito di costi complessivi pari a euro 3.078,22 e di costi occulti pari a euro 3.038,25. La Ricorrente ritiene, poi, che la violazione degli obblighi relativi alla *best execution* configurerebbe un grave inadempimento tale giustificare la risoluzione dei contratti di acquisto *de quibus*;

- l'omessa effettuazione della valutazione di adeguatezza (ed anche di appropriatezza), sebbene le operazioni contestate siano state effettuate in regime di consulenza. Esse,

inoltre, si sono svolte facendo riferimento ad una profilatura non corretta, in quanto (i) le informazioni sono state raccolte tramite somministrazione del questionario Mifid, in data 5 febbraio 2019 ovvero contestualmente alla sottoscrizione del contratto quadro, in formato “precompilato” mediante i sistemi informatici dell’Intermediario e firmato in una sola pagina. Il questionario è stato formulato con domande generiche e di tipo “auto-valutativo” che non consentono di verificare la conoscenza ed esperienza di specifici strumenti finanziari, nel caso in esame, di obbligazioni in valuta estera; (ii) anche sulla base delle informazioni incomplete raccolte tramite questionario, le operazioni dovevano ritenersi non adeguate e non appropriate in quanto la Ricorrente non ha dichiarato né titoli di studi né esperienza professionale nel settore finanziario e, peraltro, le operazioni contestate non sono neppure coerenti con gli obiettivi di investimento e la propensione al rischio dichiarati, caratteristici di un profilo cauto e avverso al rischio, né con la situazione finanziaria, avendo la Ricorrente indicato, come principale fonte del patrimonio, un lascito ereditario ed avendo subito perdite per un importo superiore a euro 60.000, circa sei volte superiori al reddito lordo dichiarato, euro 10.000,00.

3. Sulla base di quanto esposto, la Ricorrente chiede conclusivamente la risoluzione degli acquisti oggetto di controversia e/o il risarcimento delle perdite subite, quantificate in euro 60.512,61.

4. L’Intermediario si è regolarmente costituito, presentando deduzioni con cui, in via preliminare, ricostruisce la vicenda occorsa, riferendo di aver avviato il rapporto con la cliente odierna Ricorrente nel febbraio 2019, attivando anche il servizio di *internet banking*, chiedendo l’invio *online* della rendicontazione, nonché l’attivazione dei servizi di consulenza e di collocamento. Il resistente riferisce che, al momento della sottoscrizione, la Ricorrente ha dichiarato *inter alia* di aver ricevuto, esaminato, compreso e accettato: (i) il Documento Informativo generale, nel quale era descritto anche il rischio di cambio; (ii) la Strategia di Trasmissione ed Esecuzione degli ordini; (iii) l’informativa sui costi e oneri.

Ancora in via preliminare, l’Intermediario eccepisce: (i) l’intervenuta prescrizione quinquennale delle pretese della Ricorrente concernenti gli investimenti effettuati in data antecedente al 5 giugno 2019, sul presupposto che il primo reclamo utile è stato presentato in data 5 giugno 2024; (ii) l’inammissibilità della domanda di risoluzione degli

acquisti contestati, richiamando l'orientamento dell'Arbitro, secondo il quale non possono operare come causa di risoluzione delle singole operazioni eventuali inadempimenti posti in essere dall'intermediario in fase di sottoscrizione, collocandosi in un momento antecedente alla conclusione delle operazioni medesime; (iii) il proprio difetto di legittimazione passiva con riferimento alle pretese avanzate per le perdite subite dopo il 18 ottobre 2021, ovverosia dopo il trasferimento della posizione della cliente presso intermediario terzo.

Venendo ai profili di merito, l'Intermediario formula le seguenti argomentazioni difensive:

- le operazioni in lite sono state effettuate in autonomia dalla Ricorrente, tramite il servizio di *trading online*, con un primo acquisto il 27 febbraio 2019, seguito da 3 operazioni incrementative della posizione detenuta in un contesto di crescente volatilità del tasso di cambio; a ciò è seguita una vendita parziale nel marzo 2021, per un valore nominale di 55.000,00, prima di trasferire come detto la posizione presso altro intermediario, il 18 ottobre 2021, allorché il portafoglio della cliente era pari a nominali 600.000 di obbligazioni BEI. In tale occasione, nonostante il tasso di cambio avesse fatto registrare un aumento del 73,5% rispetto all'investimento iniziale nel 2019, la Ricorrente ha scelto di non liquidare l'investimento e così ha fatto anche successivamente, nonostante la continua e drastica svalutazione della lira turca e le molteplici notizie di stampa sulla crisi valutaria in corso, con la sola eccezione di una vendita per nominali 22.000 delle stesse obbligazioni. Il resistente osserva, altresì, che non è stato provato da controparte che l'investimento di che trattasi sia stato mantenuto fino alla scadenza naturale del 3 ottobre 2024, con la conseguenza che non sussiste alcun danno concreto e suscettibile di ristoro in questa sede;

- nel corso dei rapporti contrattuali intercorsi, la Ricorrente non ha mai lamentato la mancata ricezione della rendicontazione periodica ed ha espressamente dichiarato di aver preso visione del prospetto storico dei suoi investimenti presso l'Intermediario qualche mese prima di trasferire il suo portafoglio titoli, vale a dire aggiornato al 23 agosto 2021, in cui si evidenziava un controvalore di mercato delle obbligazioni BEI pari ad euro 62.245,29 e una "perdita presunta" di euro 26.085,69. Al momento del trasferimento, ella aveva già incassato euro 12.504,05 in cedole e deteneva ancora 600.000 obbligazioni

BEI, per un controvalore di euro 55.368,81, a fronte di un investimento complessivo di euro 88.542,70 (al netto della vendita parziale di 55.000 obbligazioni effettuata il 17 marzo 2021, dalla quale aveva ricavato euro 6.349,18) e le eventuali perdite intervenute dopo il trasferimento non possono essere in alcun modo imputate all'Intermediario, con la quale è venuto meno il rapporto contrattuale;

- la Ricorrente non è cliente inesperta, bensì soggetto laureato, consulente assicurativo e titolare di un'impresa nel settore dell'intermediazione assicurativa. Fin dal primo questionario Mifid redato, ella ha dichiarato: (i) di avere esperienza e competenze avanzate in investimenti finanziari, *inter alia* in obbligazioni in valuta estera, con investimenti significativi e una consistenza patrimoniale rilevante. Sulla base delle sue dichiarazioni anche in termini di propensione al rischio e tolleranza al rischio di perdite, l'Intermediario le ha attribuito un profilo di rischio 'dinamico', che non è mai stato oggetto di contestazione. Sin dall'inizio dei rapporti contrattuali a partire dal febbraio 2019, ha scelto di investire autonomamente tramite *trading online*, nell'ambito del servizio di esecuzione ordini per conto dei clienti, focalizzandosi su investimenti ad alto rendimento cedolare, tra cui le obbligazioni BEI in lira turca con rendimento del 9,25%, nettamente superiore ai tassi medi dell'area Euro e indicativo della natura speculativa del titolo, soprattutto in un contesto di forte volatilità della lira turca, ben noto già a metà 2018, oltre sei mesi prima delle operazioni contestate;

- la Ricorrente è stata adeguatamente informata circa la natura e le caratteristiche delle obbligazioni BEI prima di ciascuna operazione di investimento. Ella ha ricevuto ed esaminato il Documento informativo Generale sulle caratteristiche e rischi degli investimenti finanziari, ivi incluso il rischio di cambio. Con specifico riferimento agli acquisti contestati, la procedura informatica predisposta per l'operatività online prevede che: (i) dopo l'inserimento dei codici personale, l'investitore debba ricercare lo strumento che intende negoziare per il quale, una volta che viene selezionato, sono visualizzate molteplici informazioni, tra le quali anche la valuta e l'informativa specifica relativa a costi e oneri dell'operazione; (ii) l'operazione può essere confermata con l'inserimento degli appositi codici solo "*dopo aver dichiarato di aver preso visione delle informazioni disponibili*";

- la propria procedura informatica offre all'investitore la possibilità di scegliere manualmente il mercato su cui operare, con l'opzione di selezionare la modalità '*best execution dinamica*' o la modalità '*execution only*'. In un'ottica di *best practice*, tale sistema conduce automaticamente la verifica di adeguatezza in caso di *best execution dinamica*, come avvenuto nel caso in esame con esito positivo, essendo il rischio delle obbligazioni in questione classificato ad un livello 5, su una scala da 1 a 6, e quindi coerente il profilo dinamico attribuito alla Ricorrente, anch'esso classificato come 5. Tale valutazione è coerente anche con l'operatività successiva che ha riguardato *inter alia* prodotti strutturati e complessi, quali *certificate* e *warrant*, oltre a quote di fondi comuni di investimento, da cui la Ricorrente ha tratto plusvalenze e che non sono stati oggetto di contestazione;
- le contestazioni su asseriti costi occulti sono infondate, atteso che: (i) le commissioni applicate sono del tutto conformi alle previsioni contrattuali e gli investimenti sono stati realizzati a un prezzo inferiore al prezzo limite indicato dalla Ricorrente, nel rispetto delle regole di *best execution*; (ii) la Ricorrente era edotta dei costi applicati poiché espressamente regolamentati nel contratto quadro, riportati nei relativi fogli informativi, nell'apposita sezione informativa del trading online, negli estratti conto e nelle note di esecuzione degli ordini;
- non vi erano obblighi di informativa *on going*, in quanto gli investimenti contestati sono stati effettuati in autonomia e non in regime di consulenza;
- non è dimostrata, come detto, la sussistenza di un danno concreto e, in ogni caso, del nesso di causalità tra danno lamentato ed inadempimenti contestati. In ogni caso, dovrebbe essere riconosciuto il concorso di colpa ai sensi dell'art. 1227 c.c. per aver la Ricorrente deciso di mantenere le obbligazioni in portafoglio anche quando era ormai nota la crisi della Lira Turca, nonché, a voler considerare la prospettazione avversaria, per aver sottoscritto documenti con informazioni fuorvianti, o messo di esaminare la documentazione messa a disposizione e aver reiterato per 4 volte un investimento in un prodotto asseritamente sconosciuto;
- la quantificazione del danno operata da controparte non può dirsi in ogni caso corretta, essendo stato omissso l'importo delle cedole incassate sia in corso di rapporto contrattuale, sia a seguito di trasferimento delle obbligazioni presso terzi, nonché

l'importo dell'eventuale capitale rimborsato alla scadenza del 3 ottobre 2024. Infatti, un eventuale risarcimento non potrebbe essere superiore a euro 12.803,39, considerando che dall'importo dell'investimento complessivo (di euro 94.891,88) dovrebbero essere detratti gli importi di: (i) euro 6.349,18 incassato dalla vendita parziale del 17 marzo 2021; (ii) euro 12.504,05 incassato dalle cedole; (iii) euro 989,97 incassato dalla vendita parziale del 9 giugno 2022; (iv) euro 62.245,29, pari al controvalore delle obbligazioni alla data del 23 agosto 2021.

Conclusivamente l'Intermediario chiede, pertanto, il rigetto del ricorso; in subordine, la riduzione del risarcimento.

5. La Ricorrente si è avvalsa della facoltà di presentare deduzioni integrative ai sensi dell'art. 11, comma 5, del Regolamento ACF, nell'ambito delle quali osserva che non vi è prova del fatto che, all'epoca degli investimenti contestati nel 2019, l'Intermediario disponesse di una procedura informatica in grado di bloccare l'esecuzione degli ordini prima che il cliente visionasse e prendesse contezza del documento informativo sui titoli e, dunque, non può dirsi documentato l'assolvimento pieno degli obblighi di informazione attiva. La Ricorrente aggiunge che il documento contenente la spiegazione del funzionamento della piattaforma è stato redatto nel 2015, mentre il documento attestante la simulazione di acquisto di un'obbligazione è privo di data e differisce notevolmente dal contenuto precedente ed anche la scheda prodotto depositata è priva di qualsivoglia riferimento che ne attesti la ricezione da parte della Ricorrente. Da ultimo, quest'ultima riferisce che gli estratti conto e le note di avvenuta esecuzione, oltre ad essere documenti privi di firma del cliente, in ogni caso, sono stati forniti dopo gli investimenti contestati e non costituiscono attestazione dell'adempimento agli obblighi di informazione attiva.

Ancora, la Ricorrente precisa che all'epoca degli investimenti controversi non era iscritta al registro unico IVASS, fatto risalente al 2021, bensì era una casalinga in possesso di licenza media superiore. Infine, conferma che il rimborso delle obbligazioni in data 3 ottobre 2023 ha condotto al consolidamento delle perdite.

6. L'Intermediario si è avvalso della facoltà di presentare memoria di replica ai sensi dell'art. 11, comma 6, del Regolamento ACF con cui tiene a precisare che, in applicazione del principio di non contestazione, devono considerarsi pacifiche le

argomentazioni della memoria difensiva che non sono state oggetto di replica da parte della Ricorrente, tra le quali le eccezioni di prescrizione, difetto di legittimazione passiva, illegittima quantificazione del danno e concorso colposo.

Con riferimento alla documentazione depositata in atti, il Resistente conferma che la simulazione dell'acquisto di un titolo obbligazionario effettuata a scopo puramente illustrativo riproduce fedelmente la procedura in vigore all'epoca dei fatti contestati, pur essendo stato aggiornato il design della piattaforma, e che il prospetto esplicativo del funzionamento della piattaforma, ancorché datato 2015, è valido anche per le operazioni successive.

A detta dell'Intermediario, la quantificazione del danno rimane errata anche dopo le informazioni aggiuntive fornite dalla Ricorrente in quanto non tiene conto dei seguenti importi: (i) euro 989,97 incassato dalla vendita parziale del 9 giugno 2022 presso altro intermediario; (ii) euro 15.358,55 incassato il 3 ottobre 2024 alla scadenza del titolo presso altro intermediario; (iii) le ulteriori cedole annuali percepite negli anni 2022, 2023 e 2024, successive al trasferimento presso terzi.

## **DIRITTO**

Esaminata la documentazione agli atti, il Collegio riscontra, in via preliminare, l'infondatezza dell'eccezione di carenza di legittimazione passiva dell'Intermediario, da quest'ultimo sollevata relativamente alle perdite subite dalla Ricorrente dopo il 18 ottobre 2021, vale a dire dopo il trasferimento delle obbligazioni in lite presso altro intermediario; ciò in quanto le doglianze si riferiscono ad inadempimenti dell'odierno resistente nella fase genetica degli investimenti contestati. Parimenti, questo Collegio rileva l'infondatezza dell'eccezione di intervenuta prescrizione quinquennale sempre formulata dal resistente per gli investimenti effettuati antecedentemente al 5 giugno 2019, dato che l'azione di risarcimento è soggetta, in simili fattispecie, al termine ordinario di prescrizione di durata decennale.

Sempre in via preliminare, va peraltro respinta la domanda di risoluzione degli acquisti contestati per grave inadempimento, avanzata da parte attrice, considerato che le contestazioni poste a base della domanda si riferiscono essenzialmente alla fase antecedente la formalizzazione del vincolo contrattuale,



Venendo al merito dei fatti occorsi, le risultanze in atti consentono di esprimere le considerazioni che seguono.

L'Intermediario resistente non può dirsi aver fornito idonee evidenze probatorie per validamente contrastare la contestazione di parte attrice, circa le carenze informative riferite al momento genetico dell'operatività controversa; in tale contesto, anche la scheda prodotto allegata alla memoria difensiva non è, a ben vedere, documento idoneo allo scopo, ove solo si consideri che esso altro non è che la scheda pubblicata sul sito del mercato EuroTlx, ma non vi è alcun elemento che possa consentire di ritenere provato che essa sia stata effettivamente messa nella disponibilità della cliente all'atto dell'operatività controversa. A ciò deve aggiungersi che la procedura informatica dell'Intermediario non presenta alcun passaggio che attesti la effettiva presenza della scheda in questione e la presa visione da parte dell'investitrice prima di procedere con l'ordine e le schermate illustrative di detta procedura non forniscono informazioni specifiche sullo strumento finanziario e, tantomeno, sul rischio di cambio correlato.

In secondo luogo, pur contestando la prestazione del servizio di consulenza e pur asserendo che gli ordini contestati riflettono scelte autonome della Ricorrente attuate *online* per il tramite del servizio di ricezione e trasmissione di ordini, l'Intermediario consta aver comunque eseguito la valutazione di adeguatezza. Ebbene, non è dato evincere alcuna idonea motivazione del giudizio positivo reso, alla luce del profilo della Ricorrente che, in data 5 febbraio 2019, aveva dichiarato di essere disposta a tollerare un'oscillazione di valore solo moderata dei suoi investimenti.

Quanto sopra fa ritenere, in conclusione, sussistenti i presupposti per l'accoglimento della domanda risarcitoria, ancorché nei limiti di seguito esplicitati

E' avviso di quest'Arbitro che siano sussistenti i presupposti per l'applicazione dell'art. 1227 c.c., per non avere la odierna Ricorrente proceduto alla tempestiva e integrale vendita delle obbligazioni in portafoglio, dopo aver preso consapevolezza delle più che significative perdite maturate al 23 agosto 2021, allorquando ha sottoscritto il prospetto dal quale risultava che le obbligazioni detenute in portafoglio contabilizzavano un valore di mercato di soli euro 62.245,29, una perdita potenziale di euro 26.085,69 inequivocabilmente riconducibile al deprezzamento della lira turca. Ne consegue, che le perdite maturate a partire da tale data non possono che essere ricondotte ad una scelta

consapevole, e oramai debitamente informata, della Ricorrente di mantenere, comunque, l'investimento di che trattasi nel suo portafoglio.

Così ragionando, a fronte del capitale complessivamente investito (che risulta pari a euro 94.891,88), devono essere detratte le cedole incassate fino all'agosto 2021 (per un importo complessivo di euro 12.504,05), oltre che il ricavo della vendita di 55.000 obbligazioni nel marzo 2021 (euro 6.349,18), dovendosi altresì tenere conto del valore di mercato delle restanti 600.000 obbligazioni in portafoglio (euro 62.245,29) sempre ad agosto 2021, così giungendosi ad una quantificazione di euro 13.793,36, oltre a rivalutazione e interessi.

### **PQM**

In accoglimento del ricorso per quanto e nei limiti sopra specificati, il Collegio dichiara l'Intermediario tenuto a corrispondere alla Ricorrente, a titolo risarcitorio, l'importo rivalutato di euro 16.276,16, oltre a interessi legali dalla data della presente decisione sino al soddisfo.

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