



ARBITRO PER LE CONTROVERSIE FINANZIARIE

Il Collegio

composto da

Dott. G.E. Barbuzzi – Presidente
Prof.ssa M.D. Braga – Componente
Prof. Avv. M. de Mari – Componente
Prof. Avv. F. De Santis – Componente
Prof. Avv. S. Cherti – Componente supplente

Relatore: Prof. Avv. M. de Mari

nella seduta del 26 maggio 2025, in relazione al ricorso n. 11524, presentato dal sig. ██████████ (il “Ricorrente” o “Parte Ricorrente”), nei confronti di ██████████ ██████████ (l’“Intermediario” o “Parte Resistente”), dopo aver esaminato la documentazione in atti, ha pronunciato la seguente decisione.

FATTO

1. La presente controversia concerne il tema del non corretto adempimento da parte dell’Intermediario degli obblighi inerenti alla prestazione di un servizio di investimento, in particolare sotto il profilo della mancanza di un valido contratto quadro e dell’omessa informativa in fase di investimento circa le caratteristiche e i rischi degli strumenti finanziari e successivamente circa l’andamento degli stessi, nonché dell’inosservanza delle regole in tema di profilatura e di appropriatezza/adequatezza.

Parte Ricorrente, dopo aver presentato reclamo, cui l'Intermediario ha dato riscontro in maniera giudicata a suo avviso insoddisfacente, si è rivolta, con l'assistenza di un procuratore, all'Arbitro per le Controversie Finanziarie rappresentando quanto segue.

Questi i fatti ritenuti essenziali ai fini della soluzione della controversia, come emergenti dalle risultanze istruttorie del procedimento.

2. Parte Ricorrente rappresenta di aver acquistato, per il tramite dell'Intermediario, obbligazioni "Astaldi 7,125% 2020" (ISIN XS1000393899) in data 26 settembre 2014, per un controvalore di € 108.586,71.

Con riguardo al suddetto investimento, il Ricorrente contesta all'Intermediario:

- l'assenza di un valido contratto per la prestazione dei servizi di investimento;
- l'omessa informativa preventiva sulle caratteristiche e i rischi dello strumento finanziario in lite, non essendo stato consegnato al cliente alcun documento informativo specifico (scheda prodotto) avente ad oggetto il titolo in questione. In particolare, il Ricorrente rappresenta di non aver ricevuto dal Resistente informazioni sulla complessità e sulle caratteristiche dello strumento finanziario. Il titolo incorporava, infatti, un'opzione di tipo *put* che avrebbe permesso di rivenderlo all'emittente a determinate condizioni (*i.e.* un cambio di controllo). Inoltre, nessuna delle informazioni contenute nei documenti di emissione all'epoca redatti ("*Offering Memorandum*" con relativi "*Risk Factors*") veniva fornita, né tali documenti venivano resi fruibili, così sottacendo tutti i fattori di rischio legati al prodotto e all'emittente in violazione delle previsioni contenute nella Comunicazione Consob n. 0097996/2014. L'Intermediario, inoltre, non avrebbe rappresentato l'illiquidità dell'obbligazione (il "*Bid-Ask spread*" del titolo era al momento dell'acquisto oltre 25 volte superiore a quello dei titoli di Stato liquidi) né avrebbe osservato, in virtù di tale condizione, i più stringenti obblighi informativi dettati dalla Comunicazione Consob n. 9019104/2009, con conseguente impossibilità di conoscere e valutare in anticipo i criteri e le eventuali difficoltà di smobilizzo dell'investimento. Peraltro, il Ricorrente afferma che la totale assenza di informazioni non può trovare

giustificazione in un'operatività predisposta tramite canali telematici da parte del cliente. Aggiunge che all'assolvimento degli obblighi informativi non può ritenersi sufficientemente valido il documento generale dei rischi, né tantomeno l'adempimento degli obblighi informativi da parte dell'Intermediario nei confronti del cliente può ritenersi soddisfatto attraverso l'indebito affidamento alle c.d. "clausole di presa visione ed accettazione di documenti informativi";

- l'omessa informativa successiva all'investimento in questione circa l'andamento del titolo obbligazionario nel tempo, non mettendo il Ricorrente in condizioni di eseguire pronte scelte di disinvestimento;

- il mancato rispetto delle regole in tema di profilatura. Al riguardo, il Ricorrente afferma che dall'analisi dei documenti disponibili è emerso che non vi è la presenza di alcun documento assimilabile ad un questionario di profilatura antecedente all'operazione contestata. Aggiunge che qualora, invece, l'Intermediario avesse provveduto ad effettuare dapprima una valida profilatura e poi la valutazione di appropriatezza, sarebbe presumibilmente pervenuto ad un giudizio di inappropriata degli investimenti in lite rispetto al profilo del cliente, tenuto conto dell'assenza di specifiche conoscenze ed esperienze dello stesso.

Ciò posto, 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 dell'ordine di acquisto e/o il risarcimento, in favore del cliente dei danni subiti pari ad € 81.788,79, oltre ad interessi legali e rivalutazione monetaria; (ii) in via principale e alternativa, accertare la nullità dell'operazione 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 € 81.788,79, oltre ad interessi legali e rivalutazione monetaria.

3. L'Intermediario si è costituito nel presente procedimento e ha depositato deduzioni integrative, chiedendo il rigetto del ricorso.

Con riguardo all'asserita mancanza del contratto quadro, rappresenta che l'operatività di investimento oggetto di contestazione è stata eseguita nel pieno rispetto di quanto disciplinato nel contratto che regola la prestazione dei servizi e delle attività di investimento e del servizio di custodia e amministrazione di

strumenti finanziari per conto del cliente, la cui attivazione, con contestuale apertura del deposito titoli, è avvenuta in data 21 maggio 2012. Aggiunge che al Ricorrente è stata consegnata copia di tale contratto all'atto dell'accensione del deposito titoli e successivamente è stato inviato, a mezzo posta, ogni relativo rinnovo di detto contratto unitamente al "*Foglio informativo Analitico Servizi e attività di investimento e custodia e amministrazione di strumenti finanziari per conto dei clienti*" ed alla "*Scheda Condizioni Economiche*", nella quale sono riepilogate le commissioni, le spese e gli oneri fiscali.

Quanto all'operatività contestata, il Resistente rappresenta che in data 23 settembre 2014, con valuta 26 settembre 2014, il Ricorrente, tramite la piattaforma di *trading online* messa a disposizione dall'Intermediario, acquistava in totale autonomia, nell'ambito del servizio di esecuzione di ordini, le obbligazioni "Astaldi 13/20 7.125" (ISIN XS1000393899), per un valore nominale di € 100.000,00 e un controvalore di € 106.850,00.

In merito alla presunta violazione degli obblighi informativi preventivi, l'Intermediario fa presente che sulla propria piattaforma erano presenti tutte le informazioni necessarie a rendere edotto l'investitore circa la natura e i rischi dello strumento finanziario in lite; in particolare, erano presenti la scheda prodotto e i grafici relativi all'andamento del citato titolo.

Con riguardo alla profilatura del Ricorrente, il Resistente rappresenta che in data 21 maggio 2012 il consulente finanziario dell'Intermediario sottoponeva al cliente il questionario di profilatura. Sulla base delle risposte fornite, al Ricorrente veniva assegnato il profilo di "esperienza e conoscenza in negoziazione" "elevata" e un "obiettivo di investimento e rischio Mifid" "intraprendente". In data 18 agosto 2014 il Ricorrente, in totale autonomia e per il tramite della piattaforma TOL, modificava il questionario, a seguito del quale gli veniva assegnato un profilo di "esperienza e conoscenza in negoziazione" "media" e un "obiettivo di investimento e rischio Mifid" "dinamico".

Successivamente, in data 6 luglio 2015 il Ricorrente, sempre in totale autonomia e per il tramite della propria piattaforma telematica, modificava nuovamente il questionario MIFID, a seguito del quale gli veniva assegnato un profilo di

“esperienza e conoscenza in negoziazione” “buona” e un “obiettivo di investimento e rischio Mifid” “dinamico”. In data 3 agosto 2023 il Ricorrente, presso la sede del Resistente veniva sottoposto dal consulente finanziario all’aggiornamento del questionario, ad esito del quale emergeva un profilo di “esperienza e conoscenza in negoziazione” “buona” e un “obiettivo di investimento e rischio Mifid” “equilibrato”.

Per quanto concerne la produzione dell’evidenza dei questionari di profilatura mediante *screenshots*, il Resistente richiama l’art. 7, comma 7, delle Condizioni Generali di contratto a mente del quale *“in considerazione delle modalità di svolgimento del TOL il cliente e [...] [l’Intermediario], con la sottoscrizione del contratto, si danno reciprocamente atto di attribuire a tutti gli effetti piena efficacia probatoria, per quanto riguarda il servizio via Internet, alle registrazioni delle comunicazioni e dei dati trasmessi tramite Internet di tutto quanto risultante a video all’atto del compimento di ogni operazione e più in generale di tutte le comunicazioni”*. Tale disposizione, a detta dell’Intermediario, renderebbe priva di pregio qualsivoglia eventuale contestazione in ordine all’efficacia probatoria degli *screenshots* versati in atti al fine di dimostrare di aver regolarmente messo a disposizione del Ricorrente la totalità della documentazione regolante il rapporto contrattuale.

L’Intermediario rappresenta, inoltre, che per l’operatività tramite la propria piattaforma non era prevista l’erogazione del servizio di consulenza, così come stabilito dall’art. 7 delle Condizioni Generali di contratto. In ogni caso, il comma 4 del citato articolo stabiliva che l’Intermediario, anche nel caso di *trading online*, *“al fine di fornire al cliente elementi utili alla verifica della coerenza dei suoi investimenti rispetto al profilo individuato e assegnato in sede di profilatura, effettua, comunque, la valutazione di adeguatezza [...]. Nel caso in cui [...] valuti non adeguata la specifica operazione richiesta, evidenzia al cliente tale circostanza; il cliente può procedere alla conclusione dell’operazione soltanto ove confermi espressamente il proprio intendimento di darvi comunque corso”*. La piattaforma, infatti, era strutturata in modo da far comparire sullo schermo del cliente uno specifico *alert* deputato a segnalare la non adeguatezza

dell'operazione da dover "fleggare" per poter dare seguito alla stessa. Nel caso di specie, l'Intermediario sottolinea come la "*manifesta inadeguatezza*", alla luce del profilo di rischio del cliente, veniva tempestivamente segnalata con un apposito messaggio di *warning*, visualizzato dal Ricorrente ("*operazione non adeguata per esperienza e conoscenza*").

Con riguardo all'informativa successiva all'investimento contestato, l'Intermediario riferisce di aver sempre dato periodica comunicazione al cliente sullo sviluppo del suo investimento, avendo inviato sistematicamente l'estratto conto del deposito titoli, nel quale è riportato l'effettivo andamento della quotazione dei titoli acquistati.

Il Resistente infine sostiene che non sussiste un nesso di causalità diretto ed esclusivo tra l'asserito inadempimento dell'Intermediario e la perdita lamentata dal Ricorrente, tenuto conto che sia in epoca anteriore che successiva all'operazione in contestazione questi aveva attivamente operato sul proprio deposito titoli, eseguendo operazioni di compravendita aventi ad oggetto svariati strumenti finanziari con un evidente intento speculativo.

4. Le Parti hanno presentato deduzioni integrative e memorie di replica, con le quali hanno ribadito ulteriormente le loro ragioni.

DIRITTO

1. Il ricorso, stanti le evidenze in atti, risulta meritevole di accoglimento per le ragioni di seguito rappresentate.

2. Giova, anzitutto, precisare l'operatività in contestazione ha ad oggetto l'acquisto, disposto dal Ricorrente in modalità di *trading on line* in data 23 settembre 2014 ed eseguito in pari data sul mercato EuroTLX con data valuta del 26 settembre 2014, di € 100.000 nominali di obbligazioni "Astaldi 13-20 7,125% 2020" (ISIN XS1000393899) al prezzo di € 106,85, per un controvalore di € 108.586,71. Trova riscontro in atti che in relazione all'investimento in questione dal dicembre 2014 al giugno 2018 il Ricorrente ha percepito cedole semestrali di importo complessivo pari a € 21.124,44

3. Ciò premesso, occorre rilevare che, con riferimento alla domanda tendente a far valere la nullità dell'operazione di investimento in lite evocata dal Ricorrente per mancanza del contratto quadro, la stessa non può dirsi meritevole di accoglimento.

L'Intermediario ha, infatti, dichiarato di avere concluso il contratto quadro che regola la prestazione dei servizi e delle attività di investimento e del servizio di custodia e amministrazione di strumenti finanziari in data 21 maggio 2012. Sebbene il Resistente non abbia allegato il suddetto contratto, ha, tuttavia, prodotto le evidenze informatiche relative all'inserimento delle profilature Mifid del 21 maggio 2012, 18 agosto 2014, 6 luglio 2015, 3 agosto 2023, la comunicazione del 31 luglio 2014 con cui il Resistente nel comunicare al cliente l'esito della profilatura risultante dal questionario del 21 maggio 2012 indica, tra i vari elementi identificativi del cliente, la "*Data sottoscrizione contratto: 21/05/2012*". L'Intermediario ha inoltre versato in atti copia del documento "*Condizioni generali che regolano il contratto per la prestazione dei servizi e delle attività di investimento e del servizio di custodia e amministrazione di strumenti finanziari per conto dei clienti*" (nella versione integrale di ottobre 2015), nonché copia dei documenti indirizzati al Ricorrente in occasione delle modifiche contrattuali intercorse nel tempo, comprensivi talvolta delle condizioni generali di contratto e del "*Foglio informativo analitico servizi e attività di investimento e custodia e amministrazione di strumenti finanziari per conto dei clienti*" aggiornati, per il periodo dicembre 2013 - maggio 2022 e le rendicontazioni del *dossier* titoli del cliente dal 2012 al 2024.

Si tratta di un insieme di elementi contrattuali e para-contrattuali che rendono più che plausibile la effettiva sussistenza di un contratto-quadro tra le parti preesistente all'operatività oggetto di contestazione in questa sede (*cfr.*, in tal senso, Decisione ACF n. 7152 del 30 gennaio 2024 adottata nei confronti del medesimo Intermediario).

4. Del pari, non può trovare accoglimento la richiesta di risoluzione per inadempimento dell'ordine di acquisto, atteso che questo Collegio si è costantemente espresso nel senso di ritenere che, in presenza di violazioni degli

obblighi di condotta posti in capo agli intermediari dalla legge o dal contratto-quadro, non ricorrono i presupposti per accertare, neppure in via incidentale, la risoluzione delle operazioni di investimento; ciò in quanto gli inadempimenti dell'intermediario agli obblighi di informazione del cliente, sebbene condizionino le scelte di investimento, tuttavia, si collocano *“in un momento antecedente alle singole operazioni di acquisto e dunque non possono operare come causa di risoluzione delle stesse ai sensi dell'art. 1453 c.c., tale rimedio presupponendo che l'inadempimento che vi dà causa inerisca direttamente al rapporto contrattuale che si vorrebbe risolvere, e non a un rapporto diverso, ancorché a esso in un certo senso presupposto”* (tra le molte, cfr. Decisioni ACF n. 7664 del 23 ottobre 2024 e n. 3486 del 25 febbraio 2021).

5. Ciò osservato, le carenze comportamentali addebitate all'Intermediario possono essere ora vagliate sotto il profilo risarcitorio.

Quanto alle doglianze formulate dal Ricorrente, va detto, in primo luogo, che non possono essere condivise le osservazioni volte a negare rilevanza probatoria alle evidenze informatiche esibite dall'Intermediario, tenuto conto che il Collegio ha già considerato, in casi analoghi, quali validi elementi di prova, le evidenze informatiche interne degli intermediari, dal momento che le ragioni di celerità sottese al procedimento dinanzi all'ACF e la sua natura sommaria non consentono di poter disporre in una simile sede una consulenza tecnica volta a verificare la correttezza e la fedeltà del tracciato informatico 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, a cui una condotta siffatta lo esporrebbe”* (cfr. Decisioni ACF n. 7885 del 27 febbraio 2025 e n. 6685 del 12 luglio 2023).

Venendo ora alla contestata violazione degli obblighi informativi preventivi, va rilevato che – nonostante venga sostenuto dall'Intermediario in sede di deduzioni che sulla piattaforma TOL al momento dell'acquisto erano presenti la scheda prodotto, i grafici relativi all'andamento del titolo in lite ed altre informazioni utili

a rendere edotto l'investitore della natura e dei rischi dello strumento che andava acquistando – non è stata versata in atti alcuna schermata informativa tratta dal sistema idonea a corroborare una tale affermazione, né altra documentazione idonea a provare che il Resistente abbia osservato compiutamente e in concreto all'atto dell'investimento contestato gli obblighi di informazione attiva nei confronti del Ricorrente. Il documento versato in atti riferito all'acquisto (nota informativa di eseguito) contiene infatti solo dati anagrafici riferiti allo strumento e taluni dettagli tecnici sull'operazione, non idonei per ritenere assolti gli obblighi informativi.

Con riguardo al profilo del Ricorrente, gli *screenshot* esibiti riguardanti le profilature del 21 maggio 2012, 18 agosto 2014, 6 luglio 2015 oltre a non essere supportati da alcun elemento probatorio ulteriore (*file di log* dai quali si possano desumere gli accessi del Ricorrente ovvero le azioni dal medesimo compiute alle rispettive date) risultano molto essenziali, contenendo, di fatto, solo il profilo sintetico del Ricorrente, senza riportare alcuna domanda/risposta dalla quale possa verificarsi la congruità dell'attribuzione del profilo di volta in volta indicato.

6. Con riferimento alla complessiva operatività posta in essere dal Ricorrente, dai rendiconti in atti del *dossier* titoli intestato al cliente relativi al periodo 2012-2024 emerge che prima dell'investimento dedotto in lite il Ricorrente aveva effettuato talune, sporadiche, operazioni di acquisto e vendita (complessivamente n. 5 operazioni di acquisto e n. 1 operazione di vendita) aventi ad oggetto titoli obbligazionari emessi da Stati esteri e da un emittente societario estero, oltre che operazioni in titoli di Stato italiani.

Si tratta di operazioni che, per quanto idonee a dimostrare una discreta esperienza in materia finanziaria da parte del Ricorrente, non sono in sé sufficienti per superare la presunzione della sussistenza del nesso di causalità tra inadempimento degli obblighi informativi e relativo danno con riferimento alle obbligazioni qui contestate.

7. Anche per ciò che concerne la valutazione di adeguatezza/appropriatezza dell'investimento contestato, l'Intermediario ha sostenuto di avere valutato l'operazione contestata comunicando al Ricorrente, tramite messaggio sulla

piattaforma telematica, la non adeguatezza della stessa. A questo fine, l'Intermediario ha prodotto un *file* con l'evidenza del messaggio a suo dire inviato dal sistema al cliente, contenente la segnalazione in relazione all'investimento in lite del seguente *alert*: “operazione non adeguata per esperienza e conoscenza”. I dati contenuti nel citato messaggio risultano in linea con quelli contenuti nella nota informativa dell'operazione in termini di numero di ordine, data e titolo acquistato; tuttavia nel citato messaggio non sono presenti chiari elementi di riconducibilità al cliente (NDG identificativo, numero di dossier titoli) e soprattutto non vi è alcuna evidenza della presa visione da parte del disponente della citata avvertenza in un momento antecedente alla conclusione dell'operazione, né della circostanza che il medesimo, malgrado detta segnalazione, abbia confermato espressamente il proprio intendimento di dare comunque corso all'acquisto in lite, come contrattualmente previsto.

Ed è appena il caso di ricordare che, nell'ambito dell'operatività *online*, l'intermediario è tenuto a dotarsi di presidi organizzativi e piattaforme efficienti, che devono garantire l'adeguato assolvimento degli obblighi di correttezza e trasparenza nella prestazione dei servizi erogati e poter tracciare in modo puntuale l'intero processo d'investimento (*cf.* Decisioni ACF n. 6265 del 19 gennaio 2023 e n. 6514 del 28 aprile 2023): circostanze, queste ultime, che nel caso in esame non sono state compiutamente dimostrate.

8. Quanto, infine, alle informazioni successive all'investimento, con riferimento alle specifiche informazioni riguardo alle vicende dell'emittente dell'obbligazione in questione, l'Intermediario ha esibito una comunicazione datata 14 febbraio 2020, successiva all'annuncio reso al mercato dall'emittente nel settembre del 2018 relativo alla decisione di presentare la domanda di concordato, con la quale il Ricorrente riceveva informativa sulla convocazione dell'assemblea degli obbligazionisti nell'ambito della procedura concordataria. Sembra, in effetti, poco probabile che il Ricorrente anche alla luce della complessiva operatività eseguita, non abbia avuto modo di percepire lo stato di difficoltà che stava attraversando l'emittente sul finire del 2018. Risulta versata in atti, altresì, una successiva comunicazione datata 4 agosto 2021, indirizzata al Ricorrente, con la quale questi

veniva informato circa l'atto di scissione parziale proporzionale sottoscritto dall'emittente.

Peraltro, l'Intermediario – pur avendo sostenuto che mediante la piattaforma *internet* il Ricorrente aveva a disposizione la documentazione informativa costantemente aggiornata sugli strumenti e sulla situazione/movimenti del suo portafoglio per un compiuto monitoraggio dell'attività finanziaria – ha versato in atti le già citate rendicontazioni periodiche del *dossier* titoli del cliente, nelle quali in ogni caso veniva indicato per i titoli detenuti anche il prezzo ed il controvalore alla data di riferimento del rendiconto, raffrontato al controvalore registrato nella precedente rendicontazione in caso di titoli già posseduti ovvero a quello di acquisto, con ciò rendendo agevole la presa visione dell'andamento degli strumenti.

9. In conclusione, accertata, per tutto quanto sopra rilevato, la responsabilità dell'intermediario convenuto, occorre ora quantificare il risarcimento danni dovuto.

Sulla base del consolidato orientamento di questo Collegio per controversie analoghe aventi ad oggetto le obbligazioni Astaldi, il danno va quantificato in misura pari alla differenza tra il controvalore investito, le cedole percepite e quanto il Ricorrente avrebbe ricavato se, in applicazione del principio di cui all'art. 1227 c.c. usando l'ordinaria diligenza avesse ceduto i titoli di che trattasi (€ 100.000,00 di nominale) alla data del 1° ottobre 2018, vale a dire subito dopo la diffusione del comunicato stampa riportante la notizia della domanda di concordato preventivo presentata dall'emittente, quando il titolo esprimeva una quotazione di € 26,23.

Alla luce di ciò, il risarcimento per il Ricorrente va determinato un € 61.232,27 (€ 108.586,71 - € 21.124,44 - € 26.230,00). Dalla somma appena indicata, l'Intermediario potrà dedurre il rateo degli interessi che sarebbero stati riconosciuti al Ricorrente in occasione della vendita del 1° ottobre 2018.

PQM

Il Collegio, in accoglimento del ricorso per quanto e nei termini sopra specificati, dichiara l'Intermediario tenuto a corrispondere al Ricorrente, a titolo risarcitorio, la somma rivalutata di € 74.274,74 €, oltre interessi legali dalla data della presente decisione sino al soddisfo.

Fissa il termine per l'esecuzione in trenta giorni dalla pubblicazione 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 € 500,00, ai sensi dell'art. 18, comma 3, del Regolamento adottato con delibera n. 19602 del 4 maggio 2016, secondo le modalità indicate nel sito istituzionale www.acf.consob.it, sezione "Intermediari".

Il Presidente