



Arbitro per le Controversie Finanziarie

Decisione n. 8196 del 6 ottobre 2025

## ARBITRO PER LE CONTROVERSIE FINANZIARIE

Il Collegio

composto da

Dott. [REDACTED] – Presidente

Prof.ssa [REDACTED] – Componente supplente

Prof.ssa Avv. [REDACTED] – Componente supplente

Prof. Avv. [REDACTED] - Componente

Prof. [REDACTED] – Componente

Relatore: Prof.ssa Avv. [REDACTED]

nella seduta del 4 settembre 2025, in relazione al ricorso n. 11692, presentato dalla sig.ra [REDACTED] (di seguito “la ricorrente”) nei confronti di Banca [REDACTED] [REDACTED] (di seguito “l’intermediario” o “la resistente”), dopo aver esaminato la documentazione in atti, ha pronunciato la seguente decisione.

### FATTO

**1.** La controversia sottoposta alla cognizione dell’Arbitro concerne il tema della responsabilità dell’intermediario per l’inadempimento di obblighi di informazione e di profilatura in occasione di un investimento in azioni. 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 26 giugno 2024, cui l'intermediario ha dato riscontro in data 8 agosto 2024 in modo ritenuto insoddisfacente, la ricorrente, con l'assistenza di un difensore, si è rivolto all'Arbitro per le Controversie Finanziarie rappresentando quanto segue.

La ricorrente espone di aver acquistato, in data 13 agosto 2015, in regime di consulenza, obbligazioni "Portugal Telecom" al prezzo di € 91,25, per un controvalore investito di € 92.429,59, emesse dalla società Portugal Telecom International Finance BV.

In relazione a tale investimento ella contesta l'inadempimento degli obblighi di condotta da parte dell'Intermediario convenuto, in primo luogo per aver omesso di fornirle, al tempo, le informazioni dovute sulle caratteristiche e i rischi dello strumento finanziario, in quanto nel relativo documento informativo le informazioni presenti erano da ritenersi «errate, fuorvianti e incomplete», non riportando notizie circa le rilevanti operazioni societarie che già avevano interessato l'emittente e che avevano determinato il mutamento del soggetto che avrebbe dovuto garantire la restituzione a scadenza del prestito, con conseguente aumento del rischio emittente e del rischio paese, né era rappresentata la complessità dell'obbligazione, così in violazione delle previsioni di cui al Regolamento Consob n. 16190/07. Il titolo incorporava, infatti, un'opzione di tipo *put* che avrebbe permesso di rivenderlo all'emittente al valore nominale, a determinate condizioni, tra le quali proprio un cambio di controllo e/o un *downgrade*. Inoltre, nessuna delle informazioni contenute nei documenti di emissione all'epoca redatti ("*Offering Circular*" con relativi "*Risk Factors*") veniva fornita, né tali documenti venivano resi fruibili, sottacendo così 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 (alla data dell'acquisto, avvenuto in data 13 agosto 2015, i titoli mostravano un "*Bid-Ask spread*" di oltre trentaquattro volte superiore rispetto 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 del 2 marzo 2009, con conseguente

impossibilità di conoscere e valutare in anticipo i criteri e le eventuali difficoltà di smobilizzo dell'investimento.

La ricorrente contesta, inoltre, l'omessa informativa successiva agli investimenti in questione, la violazione delle regole di *best execution* e l'applicazione di costi e commissioni asseritamente occulte. A tale ultimo proposito, nel documento denominato "*Contabile acquisto*", consegnato alla cliente solo successivamente all'operazione e su sua specifica richiesta, venivano indicate commissioni totali per € 228,13 e spese e commissioni di intervento per € 7,00; importi che si aggiungevano alla somma di € 884,00, a causa del maggior prezzo di acquisto dei titoli rispetto a quello di mercato in sede di esecuzione dell'ordine del 13 agosto 2015. Pertanto, l'importo di € 1.119,13 di costi, commissioni e spese, non sarebbe dovuto in mancanza di una idonea informazione esplicativa.

La ricorrente, poi, deduce il mancato rispetto delle regole in tema di profilatura, in quanto il questionario Mifid del 21 maggio 2015, rilevante *ratione temporis*, non solo risulta sottoscritto dalla cliente solo nell'ultima pagina ma, soprattutto, perché privo di attendibilità, non rispecchiando il reale profilo della cliente, non contenendo informazioni precise e approfondite sul suo livello di conoscenza e di esperienza rispetto ai vari strumenti e, in particolare, ai titoli obbligazionari complessi come quello in oggetto, né domande specifiche riguardo la natura, il volume, l'ammontare, il controvalore e la frequenza delle operazioni compiute in passato dalla cliente per ciascuna categoria di strumento finanziario. A ciò va aggiunta la contraddittorietà di talune risposte e il tenore «*autovalutativo*» delle domande relative alla conoscenza ed esperienza in materia di investimenti. Dall'illegittimità della profilatura, consegue che, se questa fosse stata eseguita correttamente, l'intermediario ne avrebbe dovuto estrarre un giudizio di inadeguatezza dell'operatività controversa. In realtà, la valutazione di adeguatezza non è mai stata fornita, mentre è da ritenersi del tutto errato il giudizio di appropriatezza.

La ricorrente conclude chiedendo al Collegio di 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 dei danni subiti, quantificati in € 89.008,59, oltre ad interessi legali e rivalutazione monetaria.

3. L'intermediario si è regolarmente costituito chiedendo il rigetto del ricorso.

In primo luogo, tiene a precisare che l'investimento contestato era stato disposto da un soggetto delegato a valere sul rapporto facente capo all'odierna ricorrente, nell'ambito del servizio di ricezione e trasmissione di ordini – senza prestazione, dunque, di un servizio di natura consulenziale - al prezzo, significativamente inferiore alla pari, di € 91,25, con l'intento, evidentemente, di perseguire un fine di natura speculativa; intento che risulterebbe dimostrato dagli ulteriori investimenti effettuati sempre dal soggetto delegato dalla ricorrente, successivamente all'acquisto di cui si discute, aventi ad oggetto altri strumenti finanziari rischiosi.

Ciò premesso, la resistente afferma di avere fornito alla cliente le informazioni dovute prima dell'acquisto controverso. In particolare, contesta che tra queste fosse dovuta anche la consegna dell'*Offering Circular*. Aggiunge che il titolo di che trattasi non sostanziava un'obbligazione strutturata e/o complessa, né era caratterizzato al tempo da problemi di liquidità. Quanto alla contestata applicazione di costi occulti, l'intermediario fa presente di essersi limitato ad applicare i prezzi relativi al mercato di quotazione del titolo (EuroTLX).

In merito al profilo della cliente, la resistente, richiamando il principio di autoresponsabilità, afferma che il questionario del maggio 2015 risulta regolarmente sottoscritto dalla ricorrente che rispondeva alle domande in esso contenute senza alcuna costrizione. Ciò sarebbe confermato anche dal fatto che, successivamente, in data 11 agosto 2015, quest'ultima compilava un altro questionario di propria iniziativa ed in piena autonomia tramite la piattaforma di *internet banking*, confermandosi le caratteristiche del suo profilo. Aggiunge, quindi, che anche il delegato, che aveva disposto l'investimento, aveva reso un questionario di profilatura, dal quale emergeva lo stesso profilo evoluto della ricorrente.

A completamento della sua prospettazione difensiva, la resistente afferma di non avere assunto alcun obbligo di informazione successivo alla conclusione del

contratto e, sotto altro profilo, che, comunque, nel caso di specie, non sussiste il necessario nesso di causalità tra i presunti inadempimenti e l'asserito danno patito dalla ricorrente, tenuto conto che appare evidente come l'acquisto effettuato sia stato la conseguenza di una precisa conoscenza del titolo finanziario e di una strategia speculativa al fine di perseguire guadagni.

In ogni caso, per quanto concerne la quantificazione del danno, l'intermediario invoca l'applicazione dell'art. 1227, secondo comma, cod. civ. sul presupposto che la cliente avrebbe potuto vendere il titolo alla data del 30 novembre 2015, quando lo strumento finanziario aveva una quotazione di € 68,15 recuperando almeno circa € 71.000,00, mitigando così la perdita asseritamente subita. Ancora, la ricorrente non fornisce alcuna evidenza dell'esito dell'eventuale adesione alla c.d. "Exchange Offer" ai fini dell'insinuazione al passivo della società.

Conclusivamente, quindi, l'intermediario chiede il rigetto del ricorso.

**4.** La ricorrente si è avvalsa della facoltà di presentare deduzioni integrative ex art. 11, comma 5, Regolamento ACF, soprattutto per precisare che la movimentazione dei propri investimenti è da collocare in epoca successiva al periodo qui in contestazione, e quindi non può provare in alcun modo l'esperienza finanziaria della cliente al tempo, né tantomeno la sua propensione al rischio. Parimenti, sarebbe irrilevante l'eventuale adesione alla c.d. "Exchange Offer", dall'esito incerto anche sotto il profilo temporale.

**5.** Anche l'intermediario si è avvalso della facoltà di replicare ai sensi del Regolamento ACF, finendo con il richiamare, in buona sostanza, le argomentazioni già svolte nelle prime difese.

## **DIRITTO**

**1.** Il ricorso, stanti le evidenze disponibili in atti, è da ritenersi meritevole di accoglimento nei sensi di seguito precisati.

Per quanto concerne le contestazioni relative all'inadempimento degli obblighi di informazione, si rileva che l'intermediario ha prodotto (i) il modulo d'ordine cartaceo sottoscritto dal delegato della ricorrente che ha disposto l'ordine, contenente solo dati anagrafici riferiti allo strumento e taluni dettagli tecnici

sull'operazione, nel quale il delegato ordinante conferma di aver «ricevuto informazioni adeguate sulla natura, sui rischi e sulle implicazioni del presente ordine e di aver preso nota delle clausole che lo contraddistinguono»; (ii) la scheda dello strumento finanziario, integrante il “Set minimo informazioni” sottoscritta dal disponente, che però contiene solo riferimenti grandemente generici sul titolo di che trattasi. La criticità più grave, riguarda il fatto che, pur essendosi già perfezionata nel giugno del 2015 la cessione di Portugal Telecom SGPS ad Altice che rendeva l’Emittente direttamente controllata da OI S.A., con un conseguente significativo innalzamento del livello di rischio insito nel titolo, una tale informazione non ha formato oggetto di alcuna evidenziazione nei dati descrittivi dell’emittente. Il che è di per sé sufficiente per indurre a ritenere che l’intermediario non abbia idoneamente provato, in questa sede, di avere diligentemente adempiuto agli obblighi informativi preventivi; il che assume specifico e pregnante rilievo proprio in situazioni, quale quella in esame, in cui le vicende societarie che avevano coinvolto l’emittente nel periodo precedente all’acquisto dei titoli controversi avevano, o avrebbero potuto avere, ricadute prospettiche particolarmente significative circa il l’esito dell’investimento medesimo (cfr., *ex multis*, decisione n. 7133 del 18 gennaio 2024).

2. Sotto il diverso profilo dell’adeguatezza/appropriatezza dell’investimento, va preliminarmente osservato che la odierna ricorrente non ha provato di avere convenuto la prestazione di un servizio di consulenza, circostanza peraltro anche fortemente revocata in dubbio dalla dichiarazione contenuta nel modulo d’ordine che l’investimento non è stato oggetto di consulenza da parte dell’intermediario. Ne consegue che era dovuta la valutazione di appropriatezza, con esito positivo. Tuttavia, la stessa non può non essere analizzata, in punto di correttezza valutativa, alla luce delle contestazioni sollevate dalla ricorrente afferenti all’attività di profilatura.

Ora, deve essere innanzitutto precisato che, in caso di operazioni di investimento eseguite mediante soggetto delegato, la profilatura, salva diversa pattuizione, deve essere funzionale a rilevare il livello di conoscenza ed esperienza finanziaria con riferimento al soggetto delegato, in quanto è colui che pone in essere

l'operazione, mentre gli obiettivi d'investimento e la situazione finanziaria vanno calibrati e riferiti al soggetto su cui ricadono i relativi effetti, pertanto in capo al delegante (decisioni n. 3300 del 229 dicembre 2020 e n. 1768 del 31 luglio 2019).

Ebbene, nel caso di specie, le informazioni riferite al soggetto delegato appaiono revocabili in dubbio nella loro attendibilità complessiva, in quanto non è dato evincere in base a quali elementi concreti sia stata accertato il profilo di investitore evoluto dello stesso, constando che questi risultava avere svolto attività lavorativa come impiegato nel settore industriale e la sua operatività pregressa non era certo sintomatica di elevate, maturate esperienze in ambito finanziario. Si può concludere, pertanto, che l'attività di profilatura svolta non ha consentito di rilevare l'effettivo profilo del soggetto che ha operato per conto della cliente odierna ricorrente. Il che assume carattere assorbente di ogni altro profilo valutativo, in quanto di per sé radica la responsabilità dell'intermediario sotto il profilo risarcitorio, avendo viziato in maniera determinante anche il conseguente processo di valutazione di appropriatezza, dispensando dunque dalla valutazione degli ulteriori profili di doglianza addotti da parte attrice.

**4.** Per i motivi sopra esposti, ad avviso di questo Collegio è da ritenersi conclusivamente accertata la responsabilità della resistente, i cui inadempimenti appaiono dotati di sicura rilevanza causale in quanto, in ossequio al principio del *“più probabile che non”*, deve ritenersi che se la resistente avesse correttamente adempiuto agli obblighi prescritti dalla normativa di settore la ricorrente si sarebbe ragionevolmente astenuta dal porre in essere l'investimento contestato.

Quanto ai conseguenti effetti, per gli inadempimenti contestati la ricorrente, in via principale, ha chiesto di dichiarare la risoluzione del contratto. Una tale domanda, tuttavia, non può essere accolta, conformemente all'orientamento generale proprio di quest'Arbitro (*«gli inadempimenti del resistente agli obblighi di informazione del cliente, così come l'inadempimento all'obbligo di valutazione della coerenza delle operazioni di volta in volta eseguite con il suo profilo di rischio, sebbene condizionino la scelta di investimento del cliente si collocano, tuttavia, 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», ex pluribus, decisione 14 dicembre 2017, n. 150).*

4. Trova accoglimento, invece, la domanda di risarcimento del danno, per la cui quantificazione va considerato che l'esborso della ricorrente è stato pari a € 92.429,59, e che la stessa ha percepito in data 10 maggio 2016 l'importo di € 3.421,00 a titolo di cedola, che devono essere detratti dall'importo risarcibile.

Deve, inoltre, essere considerato - ai sensi dell'art. 1227 c.c., per la cui applicazione si rinvergono i relativi presupposti, dato che la ricorrente, dall'esame dell'estratto conto titoli al 30 giugno 2016 ben avrebbe potuto cogliere, in maniera oramai inequivoca, il consolidato andamento negativo dell'investimento (alla suddetta data le obbligazioni, acquistate in data 13 agosto 2015 al prezzo di € 91,25 e già deprezzate nel rendiconto al 30 novembre 2015 e ivi valorizzate al prezzo di € 68,15, avevano infatti registrato un'ulteriore rilevante flessione e venivano valorizzate al prezzo di € 15,60) – che qualora le obbligazioni fossero state alienate nel primo giorno di negoziazione successivo alla data della citata rendicontazione (ossia il 1° luglio 2016), sulla base del prezzo registrato dalle obbligazioni in questione su EuroTLX di € 15,90, la ricorrente avrebbe ricavato la somma di € 15.900,00; ciò rilevato, il risarcimento riconosciuto in questa sede viene quantificato in € 73.108,59, cui vanno aggiunti € 15.718,35, per rivalutazione monetaria, per un totale di € 88.826,94, e interessi dalla data della decisione sino al soddisfo.

5. Per completezza rappresentativa e motivazionale, va aggiunto che, ad avviso di questo Collegio, non può assumere rilievo a tali fini la previsione della facoltà per la ricorrente di presentare istanza di ammissione alla procedura di concordato del Gruppo OI Brasil; in primo luogo, la stessa formulazione dell'eccezione dell'intermediario appare d'intonazione generica, in quanto non deduce espressamente che la ricorrente abbia aderito alla procedura, acquisendo la possibilità di ottenere un ristoro, essendosi limitato ad affermare che agli atti non

vi è evidenza che l'abbia fatto o meno; il che non consente di fare applicazione del principio di non contestazione, come auspicato dalla resistente, non essendo sufficientemente circostanziato l'evento che si vorrebbe implicitamente ammesso, né potendo anche solo trarsi elementi valutativi in sede di quantificazione del danno occorso. Ma v'è di più. Non vi è alcuna previsione che obblighi l'investitore a richiedere l'ammissione a una tale procedura, né che possa incidere sull'ammissibilità, in simili circostanze, di un ricorso all'ACF anche nel caso in cui avesse effettivamente presentato la relativa domanda.

### **PQM**

In accoglimento del ricorso per quanto e nei termini sopra specificati, il Collegio dichiara l'intermediario tenuto a corrispondere alla ricorrente la somma complessiva di € 88.826,94, oltre interessi legali dalla data della presente decisione sino al soddisfo, e fissa il termine per l'esecuzione in trenta giorni dalla ricezione della medesima decisione.

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 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