



Arbitro per le Controversie Finanziarie

Decisione n. 8350 del 21 gennaio 2026

ARBITRO PER LE CONTROVERSIE FINANZIARIE

Il Collegio

composto da

Dott. [REDACTED] – Presidente

Prof. Avv. [REDACTED] - Componente

Prof.ssa Avv. [REDACTED] – Componente

Prof. [REDACTED] – Componente

Avv. [REDACTED] – Componente

Relatrice: Avv. [REDACTED]

nella seduta del 22 dicembre 2025, in relazione al ricorso n. 12210, presentato dalla sig.ra [REDACTED] (di seguito anche la “Ricorrente”) nei confronti di [REDACTED] [REDACTED] (“Intermediario”), dopo aver esaminato la documentazione in atti, ha pronunciato la seguente decisione.

FATTO

1. La controversia sottoposta alla cognizione dell'Arbitro concerne la contestata responsabilità dell'Intermediario per aver posto in essere per conto della Ricorrente un investimento finanziario senza aver fornito un'adeguata informativa preventiva e successiva, oltre che per non aver correttamente svolto sia l'attività di profilatura

della cliente che la valutazione dell'investimento. 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 3 febbraio 2025, a cui l'Intermediario ha dato riscontro in modo giudicato insoddisfacente in data 1° aprile 2025, la Ricorrente si è rivolta all'Arbitro per le Controversie Finanziarie rappresentando quanto segue.

Riferisce la Ricorrente – che si qualifica come cliente al dettaglio e consumatrice - che in data 8 ottobre 2015 l'Intermediario qui convenuto ha acquistato per suo conto titoli obbligazionari strutturati OI Brasil Holdings 15/21 5,625% per nominali € 100.000,00 e un controvalore effettivo di € 66.644,01. Ebbene, l'emittente, a distanza di pochi mesi, in data 20 giugno 2016 chiedeva l'ammissione alla procedura di riorganizzazione giudiziale prevista dalla normativa di suo riferimento, dichiarandosi in *default* e così pregiudicando gravemente gli interessi dei propri obbligazionisti non garantiti.

Assume la Ricorrente che nell'operazione di acquisto di che trattasi siano state commesse dall'Intermediario numerose irregolarità, che lo rendono responsabile del danno prodottosi nel suo patrimonio, che quantifica in € 66.644,01.

In particolare, la Ricorrente contesta la violazione degli obblighi informativi gravanti sull'Intermediario prestatore dei servizi, essendo l'operazione avvenuta in totale assenza di informazioni sulla natura, le caratteristiche, la provenienza e il rischio insito nei titoli, così in palese violazione degli artt. 1175 e 1375 cod. civ., dell'art. 21, comma 1, del T.U.F. e dell'art. 31 Reg. Consob 16190/07; rappresenta, inoltre, la Ricorrente come, tra i documenti contrattuali ottenuti nell'esercizio del diritto di cui all'art. 119 T.U.B., manchi del tutto una scheda prodotto illustrativa delle caratteristiche dello strumento finanziario, sicché la negligenza dell'Intermediario rispetto agli obblighi di informazione attiva sarebbe evidente *per tabulas*.

L'Intermediario, non consegnando la scheda prodotto (nella specie il *Base Prospectus* del 19 luglio 2015), le ha dunque sottaciuto che oggetto di acquisto erano obbligazioni strutturate (e complesse) che incorporavano un'opzione *call* esercitabile

dall'emittente, che avrebbe potuto richiamare a sé i titoli corrispondendo ai sottoscrittori il valore nominale dell'emissione e un'opzione *put* esercitabile a determinate condizioni (nello specifico, in caso di cambio di controllo dell'emittente) ed in base alla quale i sottoscrittori avrebbero potuto rivendere il titolo all'emittente al suo valore nominale.

Sottaceva, altresì, l'odierna controparte il rischio di liquidità che caratterizzava l'investimento, dato che il titolo presentava un "*Bid-Ask spread*" alla data di acquisto enormemente superiore rispetto a quello dei titoli di Stato.

Queste carenze informative – prosegue la Ricorrente – non possono ritenersi colmate attraverso la messa a sua disposizione del documento generale sui rischi insiti in strumenti finanziari, come già rilevato dall'ACF sin dalla decisione n. 2482 del 21 aprile 2020, né attraverso le c.d. "*clausole di presa visione ed accettazione di documenti informativi*" di tenore standardizzato.

Lamenta, altresì, la Ricorrente che l'Intermediario avrebbe dovuto eseguire la valutazione di appropriatezza/non appropriatezza dell'operazione sulla base della profilatura di cui al questionario Mifid somministrato in data 22 ottobre 2014. Da tale questionario risultava che ella non aveva conseguito titoli di studio in ambito economico-finanziario, né tantomeno aveva mai svolto professioni nel settore degli investimenti, essendo titolare di un negozio di abbigliamento, e che non aveva in precedenza eseguito altre operazioni su obbligazioni strutturate (benché in modo quantomai contraddittorio dal questionario risulti che la cliente avesse conoscenza di tale specifica tipologia di strumento finanziario). Quanto alla sua propensione al rischio, essa veniva qualificata come bilanciata e riferita a investimenti in grado di rivalutare il capitale investito a fronte di un rischio medio.

Il questionario, inoltre, a detta della Ricorrente, si sarebbe sostanziato in un modulo precompilato, privo di alcuna evidenza circa l'effettiva presa visione ed accettazione da parte della cliente, firmato in una sola delle pagine che lo compongono e,

comunque, privo di domande idonee a restituire il suo effettivo livello di conoscenze ed esperienze pregresse in materia finanziaria.

Sulla base di un questionario così carente e che si riduceva a nulla di più che una autovalutazione, quindi, l'Intermediario convenuto non poteva certamente formulare una corretta e completa valutazione di appropriatezza / non appropriatezza dell'investimento controverso.

Ed ancora, l'Intermediario si sarebbe reso inadempiente all'obbligo di monitoraggio dell'andamento dell'investimento, con la finalità di rendere un'informativa *on going* alla cliente, tale da consentirle di farne discendere eventuali e tempestive scelte di disinvestimento

Tutto ciò rilevato e contestato, la Ricorrente si rivolge all'Arbitro affinché accerti e dichiari la responsabilità dell'Intermediario per i danni arrecatili e, per l'effetto, ottenere la risoluzione dell'acquisto e/o il risarcimento dei danni sofferti per € 66.644,01, oltre ad interessi legali e rivalutazione monetaria.

3. L'Intermediario si è costituito e ha anzitutto tenuto a precisato come la Ricorrente sia una sua storica cliente e come la decisione di investimento qui contestata sia stata dalla medesima effettuata in uno con la madre e la sorella, nell'ambito di una strategia familiare condivisa e mirata a ripetere il guadagno realizzato con analoga operazione su titoli di altra emittente del medesimo gruppo.

Premette, inoltre, come l'operazione contestata non sia stata effettuata in regime di consulenza, di talché era dovuta la sola valutazione di appropriatezza, così da porre l'investitore nelle condizioni di apprezzare i rischi che l'operazione presentava, avendo riguardo alle caratteristiche dello strumento finanziario, e non di acquisire - e porre in relazione con la tipologia di investimento – un ulteriore flusso informativo proveniente dal cliente relativo al livello di esperienza e di conoscenza, agli obiettivi di investimento e alla capacità finanziaria.

Ne discende che non poteva configurarsi alcun obbligo di consegnare, al tempo, alla Cliente il c.d. *Base Prospectus*, bensì e solo l'apposito modulo contenente il dettaglio

dei “Rischi dello strumento”, vale a dire: “Rischio emittente”, “Rischio paese”, “Rischio mercato” e “Rischio interesse”; modulo effettivamente consegnato all’investitrice.

Oltre ciò, l’odierna Ricorrente, come risulta anche dai precedenti questionari Mifid del 2014 e del 2017, è da qualificarsi come una conoscitrice di strumenti finanziari e una “navigata imprenditrice”, come da cariche sociali da lei ricoperte. Inoltre, la sua propensione al rischio “bilanciata” risulta indicativa non certo di totale avversione al rischio quanto, piuttosto, della sua disponibilità ad assumerlo, seppur in via moderata. Contesta, inoltre, il Resistente il tenore asseritamente autovalutativo dei questionari Mifid somministrati alla Ricorrente, richiamando piuttosto il principio di autoresponsabilità per cui, con la sottoscrizione dei questionari, l’investitore assume in ogni caso la paternità delle dichiarazioni ivi contenute (cfr., in questo senso, *ex multis*, decisioni ACF 7 giugno 2024, n. 7430 e, prim’ancora, 18 luglio 2017, n. 20).

La pregressa operatività della Ricorrente, la circostanza di aver acquistato sotto la pari i titoli qui controversi, il fatto di avere anche successivamente continuato a investire nella medesima tipologia di strumenti finanziari denoterebbero in modo chiaro – secondo la prospettazione del Resistente - che la Cliente è tutt’altro che una sprovvista consumatrice, avendo piuttosto definito e attuato, peraltro congiuntamente ai propri familiari, una precisa strategia di investimento di natura, evidentemente, speculativa.

Si sofferma, poi, parte Resistente sull’ampia risonanza che le operazioni societarie che avevano interessato l’emittente e altra società del comparto tlc appartenente al medesimo gruppo avevano avuto sulla stampa finanziaria nel periodo 2013-2015, così da prefigurare la costituzione di un soggetto giuridico particolarmente attraente ed appetibile.

Contesta, inoltre, la qualificazione di obbligazione strutturata attribuita dalla Cliente allo strumento finanziario, così come la sua natura di obbligazione complessa (in quanto non presentava nessuna delle caratteristiche richiamate dall’avvertenza Esma

del 7 febbraio 2014 e dalla Comunicazione Consob n. 0097966 del 22 dicembre 2014 per essere definita tale), oltre alla presunta illiquidità del titolo (laddove, invece, nel 2015 e negli anni successivi gli scambi sono risultati costanti anche se attestatisi su valori modesti).

Esclude, ancora, che su di sé gravasse un obbligo di monitoraggio continuo dell'andamento dell'investimento e di conseguente informativa alla Cliente, avendo solo l'obbligo, in veste di depositario ai sensi dell'art. 1838 cod. civ., di conservare e amministrare i titoli. L'Intermediario afferma di avere, ad ogni modo, regolarmente trasmesso le rendicontazioni alla Ricorrente, così adempiendo ai propri obblighi e offrendo alla stessa le informazioni per eseguire consapevoli scelte di disinvestimento ove lo avesse ritenuto opportuno.

Sottolinea, ancora, come la Ricorrente si dolga dell'unica operazione che ha chiuso in perdita, operando una contestazione evidentemente selettiva, in quanto tale contraria al canone della buona fede.

Quanto, poi, alle doglianze sulla valutazione di appropriatezza, eccepisce che, trattandosi di un servizio di investimento reso al di fuori di una qualsivoglia consulenza, solo l'appropriatezza doveva appunto essere oggetto di valutazione, come infatti è avvenuto in tutti i questionari Mifid che sono stati nel tempo somministrati alla Ricorrente, senza che siano emerse criticità che potessero condurre a una valutazione di inappropriata.

Nello stesso periodo, inoltre, la Ricorrente sottoscriveva svariate altre tipologie di prodotti finanziari, per importi anche consistenti, ivi inclusi svariati bond caratterizzati da cedole significative e con *rating non investment grade*, e ciò non può che far dubitare circa la sussistenza di un nesso causale tra l'asserita carenza di informazioni e il danno prodottosi.

Contesta, infine, l'Intermediario anche la correttezza della quantificazione del danno offerta da parte attrice dato che, sulla base delle rendicontazioni periodiche ricevute, la Ricorrente sarebbe stata senz'altro in grado di acquisire contezza dell'andamento

negativo dell'investimento e, dunque, attivarsi per disinvestire, quando ancora avrebbe incassato un corrispettivo interessante, seppure non pari al prezzo di acquisto. Ne consegue che il danno lamentato – secondo tale prospettazione – in applicazione dell'art. 1227 cod. civ., potrebbe, al più, quantificarsi nella differenza tra il prezzo di acquisto di € 66.644,01 e quello teorico raggiunto dai titoli in parola al 31.12.2015, quando la quotazione era ulteriormente scesa ad un vistoso 46,075, pari a € 46.075,00.

Conclude, in ogni caso, l'Intermediario formulando richiesta di rigetto del ricorso per sua infondatezza.

4. In sede di repliche la Ricorrente osserva che dalla documentazione in atti emerge che le uniche informazioni trasmessele sono contenute nel documento "Ordine di sottoscrizione [...]", che contempla una semplice anagrafica dei titoli in oggetto, con un indicatore di rischio classificato dall'Intermediario come "3 = MEDIO", sprovvisto di una specificazione in merito al suo funzionamento, al metodo di calcolo e alle variabili coinvolte. Nessuna informazione, invece, è stata fornita sul rating del titolo.

Contesta, poi, di aver mai effettivamente ricevuto gli estratti conto prodotti in atti che, oltretutto, non risultano firmati.

Quanto alla sua pregressa esperienza o propensione al rischio, rileva come gli intermediari siano tenuti a conoscere i rischi degli strumenti finanziari intermediati e a fornire alla clientela un'informativa completa e chiara, indipendentemente dall'eventuale approccio speculativo del cliente e dal suo eventuale profilo di investitore esperto.

5. L'Intermediario, a sua volta, in sede di repliche finali, tiene ad evidenziare che la odierna Ricorrente nelle sue controdeduzioni non ha, a ben vedere, replicato in ordine a diverse circostanze ed eccezioni, tra cui: 1) l'assenza di un servizio di consulenza; 2) le cariche imprenditoriali ricoperte dalla Ricorrente; 3) il concomitante acquisto dei medesimi titoli obbligazionari da parte della sorella e della madre; 4) i plurimi

acquisti di prodotti finanziari, molto più speculativi di quelli impugnati, effettuati dalla Ricorrente nel periodo di riferimento; 5) l'assenza del nesso causale; 6) la quantificazione del danno, quale differenza tra il prezzo di acquisto (€ 66.644,01) e quello registrato al momento del primo significativo decremento di valore (€ 46.075,00) riportato nell'estratto conto del 31 dicembre 2015, invocando dunque il principio processual-civilistico di non contestazione di cui all'art. 115, comma 1, cod. proc. civ..

DIRITTO

Il ricorso, esaminate le risultanze in atti, merita di essere accolto, per le considerazioni e nei termini di seguito specificati.

Va, a questo proposito, anzitutto osservato che dalla documentazione resa disponibile dalle parti e contenuta nel fascicolo istruttorio non emergono elementi idonei, che possano portare a ritenere adeguatamente e diligentemente adempiuto gli obblighi informativi preventivi gravante sull'Intermediario prestatore dei servizi.

In atti risulta, infatti, il solo modulo d'ordine, supportato da altro documento denominato "Descrizione del titolo" che, tuttavia, si limita a indicare, alla voce "caratteristiche della emissione", l'ammontare emesso, il taglio minimo, la frequenza delle cedole, il depositario accentrato, ecc.; in buona sostanza, informazioni che attengono essenzialmente all'anagrafica del titolo, Oltre ciò, alla voce "rischi dello strumento", è riportato solo un coefficiente di rischio per "asset class" pari a "3 medio" "in una scala da 1 a 6", senza alcuna ulteriore esplicitazione, né è riportato il *rating* dell'emittente, che avrebbe certamente avuto più valenza segnaletica del livello di rischio dell'investimento. Sono, inoltre, presenti definizioni solo generali circa il "rischio emittente", il "rischio paese", il "rischio mercato" e il "rischio interesse", in quanto tali non idonee ad ingenerare nell'investitore autentica consapevolezza circa le implicazioni e i rischi correlati alla specifica operazione.

Lo stesso non può dirsi, invece, con riguardo al mancato adempimento dell'obbligo informativo *on going*, non constando una fonte – normativa o contrattuale – che possa portare a ritenere, nel caso di specie, cogente un tale dovere informativo in capo all'Intermediario resistente.

Criticità emergono con riguardo all'operato dell'Intermediario, invece, relativamente alla prescritta valutazione di appropriatezza, della cui effettività parte Resistente non ha fornito alcuna idonea prova. Il che assume peculiare rilievo nel caso di specie anche tenuto conto dell'ulteriore circostanza che il questionario Mifid sottoscritto dalla Ricorrente in data 22 ottobre 2014, nel suo portato informativo, non può dirsi tale da farne conseguire, come pure vorrebbe l'Intermediario resistente, che si sia trattato di investimento certamente appropriato, ove solo si consideri che relativamente al profilo dell'esperienza in materia finanziaria, risulta che ella in precedenza aveva operato solo su altri due titoli.

In conclusione, dunque, l'operato dell'Intermediario risulta censurabile sia sotto il profilo dell'informativa resa nel momento genetico dell'investimento, che con riguardo alla mancata prova dell'effettivo svolgimento della valutazione di appropriatezza, il che ha finito con il privare l'investitrice di elementi fondamentali per poter pervenire a una scelta consapevolmente informata, dovendosi per effetto di ciò ritenere certamente sussistente anche il necessario nesso eziologico tra evento e danno.

Relativamente all'entità di quest'ultimo, tuttavia, non può non essere considerato che, certamente con l'acquisita rendicontazione al 31 dicembre 2016, allorché il titolo di che trattasi era valorizzato al prezzo di soli € 32,50, l'odierna Ricorrente ben avrebbe potuto e dovuto adottare idonee iniziative operative per limitare l'entità del danno che stava subendo, procedendo al tempestivo disinvestimento. E allora, considerato che a quel tempo la Ricorrente avrebbe potuto vendere le obbligazioni ricavandone la somma di € 32.870,00 (al prezzo di 32,87 sul mercato EuroTLX), detraendo tale importo da quello originariamente investito, il risarcimento da riconoscersi in questa

sede risulta pari a € 33.774,01 (€ 66.644,01 - € 32.870,00), oltre a rivalutazione e interessi.

PQM

In accoglimento del ricorso per quanto e nei termini sopra specificati, il Collegio dichiara l'Intermediario tenuto a corrispondere alla Ricorrente, a titolo risarcitorio, la somma complessiva rivalutata di € 40.934,09 per i titoli di cui in narrativa, 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, modificato con delibera n. 21867 del 26 maggio 2021.

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, sezione "Intermediari".

Il Presidente