



Arbitro per le Controversie Finanziarie

Decisione n. 8340 del 19 gennaio 2026

ARBITRO PER LE CONTROVERSIE FINANZIARIE

Il Collegio

composto da:

Dott. [REDACTED] – Presidente

Prof.ssa [REDACTED] – Componente

Prof. Avv. [REDACTED] – Componente

Prof. Avv. [REDACTED] – Componente supplente

Avv. [REDACTED] – Componente supplente

Relatore: Prof. Avv. [REDACTED]

nella seduta del 10 novembre 2025, in relazione al ricorso n. 11891, presentato da [REDACTED] (di seguito, anche “primo Ricorrente”) e [REDACTED] (di seguito, anche “secondo Ricorrente” e, congiuntamente, i “Ricorrenti”) nei confronti di [REDACTED] (di seguito “l’Intermediario” o il “Resistente”), dopo aver esaminato la documentazione in atti, ha pronunciato la seguente decisione.

FATTO

1. La presente controversia concerne il tema della responsabilità dell’intermediario nella prestazione del servizio di consulenza, in particolare sotto il profilo

dell'inadempimento delle regole in materia di informativa, oltre che di valutazione dell'adeguatezza e/o appropriatezza dell'investimento.

2. Dopo aver presentato reclamo in data 10 gennaio 2025, cui l'Intermediario non ha dato riscontro, i Ricorrenti, tramite l'assistenza di un procuratore, si sono rivolti all'Arbitro per le Controversie Finanziarie rappresentando quanto segue.

3. I Ricorrenti, che riferiscono di essersi sempre affidati ai consigli dell'Intermediario, espongono di avere acquistato, in regime di consulenza, obbligazioni emesse dalla società Portugal Telecom International Finance BV (di seguito l'"Emittente"). In particolare: (i) in data 9 aprile 2015 il secondo Ricorrente acquistava, a valere sul sotto deposito titoli allo stesso intestato, un valore nominale di € 50.000 di obbligazioni "Portugal Telecom 5% 2019", per un controvalore di € 51.535,00; (ii) in data 4 novembre 2015 i Ricorrenti acquistavano, a valere sul sotto deposito titoli intestato ad entrambi, un valore nominale di € 100.000, di obbligazioni "Portugal Telecom 12/18 5,875%", per un controvalore di € 86.300,00. La perdita subita per effetto della suddetta operatività ammonta complessivamente ad € 92.995,00. Come indicato dai Ricorrenti nella tabella riepilogativa dell'operatività in lite, in data 4 novembre 2015 il secondo Ricorrente disponeva la vendita del valore nominale di € 50.000 di obbligazioni "Portugal Telecom 5% 2019" per un controvalore di € 44.840,00.

In relazione ai suddetti acquisti, i Ricorrenti contestano all'Intermediario:

- l'omessa informativa preventiva sulle caratteristiche e i rischi insiti nelle obbligazioni in lite. In particolare, i Ricorrenti dichiarano che, non considerando i titoli come strumenti complessi, l'Intermediario non ha rispettato le particolari tutele ed i presidi informativi dettati nella comunicazione Consob n. 0097996 del 22 dicembre 2014 in materia di distribuzione di strumenti finanziari complessi alla clientela *retail*. Ancora, l'Intermediario non ha rappresentato l'illiquidità delle obbligazioni, né ha osservato, in virtù di tale condizione (il "Bid-Ask spread" dei titoli, al

momento degli acquisti, era già oltre 18 volte – nel caso delle obbligazioni “Portugal Telecom 5% 2019” – e oltre 106 volte – nel caso delle obbligazioni “Portugal Telecom 12/18 5,875%” – superiore a quello dei titoli di Stato liquidi) i più stringenti obblighi informativi dettati dalla Comunicazione Consob n. 9019104 del 2 marzo 2009. Inoltre, l’Intermediario non ha consegnato ai clienti l’Offering Circular di nessuna delle due emissioni considerate né ha fornito informativa, al momento degli acquisti in lite, in merito alle operazioni societarie che già avevano interessato l’Emittente, con conseguente aumento del rischio emittente e del rischio paese. Non possono ritenersi sufficienti, allo scopo, il documento generale dei rischi né l’affidamento alle c.d. “clausole di presa visione ed accettazione”;

- l’omessa informativa successiva agli acquisti contestati in ordine all’andamento degli strumenti finanziari nel tempo;
- l’inadempimento delle regole di *best execution* e l’applicazione di costi o commissioni occulte. In particolare, con riguardo all’operazione di acquisto delle obbligazioni “Portugal Telecom 12/18 5,875%”, i Ricorrenti dichiarano che l’Intermediario non ha indicato le strategie di esecuzione degli ordini né il prezzo di acquisto dei titoli né i costi applicati. In proposito, dal certificato di possesso continuato emergono prezzi non in linea con quelli di mercato, trattandosi, pertanto, in sostanza di costi occulti;
- il mancato rispetto delle regole in tema di profilatura. Al riguardo, i Ricorrenti rappresentano che le operazioni in lite sono state eseguite sulla base delle informazioni raccolte dall’Intermediario attraverso i questionari MiFID del 9 aprile 2015. I suddetti questionari non differenziano la posizione di ciascun Ricorrente e contengono domande generiche e autovalutative. Le informazioni ivi risultanti, comunque, avrebbero dovuto condurre ad una valutazione di non adeguatezza/non appropriatezza. Inoltre, a detta dei Ricorrenti, l’Intermediario non ha mai fornito ai clienti una valutazione di adeguatezza/appropriatezza

degli investimenti contestati, non essendovi traccia di documenti contenenti detto esito di valutazione.

In considerazione di quanto sopra i Ricorrenti chiedono al Collegio di accertare la responsabilità dell'Intermediario per la violazione degli obblighi di diligenza, correttezza ed informazione nella prestazione dei servizi di investimento e, per l'effetto, di pronunciarsi per la risoluzione dell'ordine di acquisto o il risarcimento dei danni nella misura di € 92.995,00 oltre ad interessi legali e rivalutazione monetaria.

4. L'Intermediario si è costituito nei termini prescritti dal Regolamento ACF, chiedendo il rigetto del ricorso.

Quanto al rapporto controverso, l'Intermediario rappresenta che i Ricorrenti sottoscrivevano un contratto per la prestazione di servizi di investimento e un contratto di deposito titoli cointestato in data 28 settembre 2011. In data 9 aprile 2015 soltanto il secondo Ricorrente, di propria iniziativa, acquistava obbligazioni "Portugal Telecom 5% 2019" per un valore nominale di € 50.000 per un controvalore di € 51.535,00. In data 4 novembre 2015, il secondo Ricorrente incassava una cedola di € 1.850,00 e successivamente vendeva i titoli medesimi per un controvalore di € 44.667,65. Lo stesso giorno i Ricorrenti, di propria iniziativa, acquistavano le obbligazioni "Portugal Telecom 12/18 5,875%" per un valore nominale di € 100.000,00 e un controvalore di € 86.300,00.

In merito agli obblighi informativi preventivi, l'Intermediario rappresenta che in occasione degli acquisti in lite sono stati illustrati ai clienti i principali rischi e le caratteristiche delle obbligazioni contestate. Inoltre, fa presente che i titoli in questione non erano affatto illiquidi al momento degli acquisti, in quanto erano negoziati su Borsa Italiana – Extra MOT, situazione che mutava invece solo a fine giugno 2016, allorquando, a seguito della crisi del garante Oi S.A., non vi era più certezza sulla restituzione a scadenza del capitale investito. Il Resistente afferma, inoltre, che non era tenuto a consegnare la documentazione di offerta ai clienti posto che l'operazione è avvenuta sul mercato secondario.

Con riguardo all'informativa successiva, fa presente che non avendo prestato in occasione degli acquisti in lite il servizio di consulenza non era tenuto ad un monitoraggio degli investimenti. Ad ogni modo, fa presente di aver periodicamente tenuto informati i Ricorrenti in merito all'andamento degli investimenti nel tempo, alle possibilità di disinvestimento e agli sviluppi delle procedure concorsuali che hanno coinvolto l'Emittente.

Riguardo alle contestazioni in tema di *best execution*, l'Intermediario eccepisce che i Ricorrenti non hanno documentato, né allegato come le operazioni contestate avrebbero potuto essere eseguite a condizioni migliori. In proposito, l'analisi dei prezzi di mercato prodotta dai Ricorrenti si riferisce unicamente alle obbligazioni "Portugal Telecom 5% 2019" e risale al 28 agosto 2015, invece, gli investimenti in lite risalgono all'aprile/novembre 2015. Rispetto alle contestazioni riguardanti i costi e le commissioni applicate in modo occulto, l'Intermediario eccepisce di avere inviato periodicamente il documento di sintesi riportante i costi applicabili alle operazioni in strumenti finanziari.

In tema di profilatura, l'Intermediario osserva che in data 9 aprile 2015 i Ricorrenti compilavano e debitamente sottoscrivevano dei questionari singoli. In tale occasione, ciascuno di essi dichiarava di aver in precedenza investito in "qualunque tipo di strumento/investimento (es. opzioni *future*, *warrant*, *certificate* a leva)" e di avere effettuato mediamente meno di n. 3 operazioni finanziarie all'anno. Ciascuno dei Ricorrenti, inoltre, dichiarava di conoscere tutte le tipologie di strumenti finanziari, anche quelli più complessi come le obbligazioni strutturate, di avere un obiettivo di investimento di lungo periodo e di voler realizzare "un rendimento alto (crescita significativa del capitale)". A fronte delle risposte, l'Intermediario attribuiva a ciascuno Ricorrente un profilo finanziario "dinamico evoluto" e un livello di esperienza e conoscenza "elevato". Nella medesima data del 9 aprile 2015 i Ricorrenti compilavano anche un ulteriore questionario Mifid congiuntamente

relativo alla cointestazione, nel quale venivano confermate le risposte rese nei questionari compilati dagli stessi singolarmente.

Peraltro, i Ricorrenti prima degli acquisti contestati avevano già eseguito investimenti in titoli analoghi a quelli in lite, tra cui obbligazioni MPS, al tempo notoriamente molto rischiose.

Quanto agli obblighi in tema di adeguatezza e appropriatezza, l'Intermediario eccepisce preliminarmente che gli acquisti oggetto di contestazione non sono stati raccomandati dall'Intermediario, ma sono stati disposti autonomamente dai Ricorrenti. Pertanto, l'unica valutazione dovuta era quella di appropriatezza che dava esito positivo, tenuto conto delle risposte rese dai Ricorrenti nei questionari Mifid e della loro pregressa operatività.

Riguardo alla quantificazione del danno, il Resistente chiede che in relazione alle obbligazioni "Portugal Telecom 5% 2019" siano in ogni caso detratte la cedola di € 1.850,00, incassata in data 4 novembre 2015, e il ricavato della vendita effettuata il 4 novembre 2015, per un importo di € 44.667,65.

Inoltre, in applicazione dell'art. 1227 c.c., chiede di tener conto della circostanza che i Ricorrenti senza dubbio hanno contribuito a causare o comunque ad aggravare il danno lamentato. Ciò in quanto, venuti a conoscenza del deprezzamento delle obbligazioni, al momento della vendita, se essi si fossero astenuti dall'acquistare, lo stesso giorno, altre obbligazioni del medesimo Emittente per nominali € 100.000,00 e per un controvalore di € 86.300,00, avrebbero limitato l'asserito danno lamentato.

Peraltro, l'Intermediario sostiene che la circostanza che i Ricorrenti hanno continuato ad acquistare altri titoli, probabilmente confidando – a torto – in un futuro rialzo del valore delle obbligazioni, porta ad escludere il necessario nesso di causalità tra l'asserito inadempimento e il danno lamentato.

Da ultimo, Parte resistente ritiene che vada rigettata la richiesta di interessi e rivalutazione monetaria formulata da controparte in quanto destituita di fondamento, non essendo stato dedotto né provato alcunché circa il presunto maggior danno; nella

denegata e non creduta ipotesi di condanna, gli interessi dovranno decorrere dalla data della domanda, atteso che, come noto, la buona fede dell'*accipiens* si presume e controparte non ha dimostrato il contrario.

In conclusione, l'Intermediario chiede al Collegio di rigettare il ricorso perché infondato in fatto e diritto.

5. I Ricorrenti si sono avvalsi della facoltà di presentare deduzioni integrative, ai sensi dell'art. 11, comma 5, del Regolamento ACF, con cui, nel ribadire le contestazioni già svolte, evidenziano che nessuna pregressa esperienza o propensione al rischio dell'investitore potrà essere richiamata dall'Intermediario quale "scusante" alla mancanza di informazioni. Peraltro, i Ricorrenti affermano che in sede di acquisto degli strumenti in lite essi erano stati indirizzati nelle proprie scelte di investimento da un consulente finanziario e, nonostante il maggior grado di tutela offerto dal contratto di consulenza, l'Intermediario non ha fornito alcuna valutazione di adeguatezza in merito alle operazioni contestate.

6. L'Intermediario, che si è avvalso della facoltà di presentare memoria di replica ai sensi dell'art. 11, comma 6, del Regolamento ACF, ribadisce quanto in precedenza argomentato.

DIRITTO

1. Sulla base delle risultanze in atti, il ricorso è da ritenersi meritevole di accoglimento nei termini e per le ragioni di seguito rappresentati.

Quanto all'operatività contestata, va considerato che il secondo Ricorrente, in data 9 aprile 2015, ha acquistato obbligazioni "Portugal Telecom 5% 2019" (ISIN XS0462994343) del valore nominale di € 50.000,00, al prezzo unitario di € 103,07, per un controvalore di € 52.494,63, a valere sul sotto deposito titoli allo stesso intestato. Trova, altresì riscontro in atti che, in data 4 novembre 2015 egli ha

incassato una cedola di € 1.850,00 e nella medesima data ha venduto i citati titoli, al prezzo di € 89,68, per un controvalore di € 44.667,654.

Nella medesima data del 4 novembre 2015, entrambi i Ricorrenti hanno acquistato obbligazioni “Portugal Telecom 12/18 5,875%” (ISIN XS0843939918), a valere sul sotto deposito titoli agli stessi cointestato, per un valore nominale di € 100.000, al prezzo di € 86,30 e un controvalore di € 86.300,00. Trova, altresì, riscontro in atti lo “scarico” dei suddetti titoli dal dossier intestato ai Ricorrenti in data 27 luglio 2018, presumibilmente per effetto dell’adesione alla procedura di “Default Recovery” del gruppo dell’Emittente.

Quanto alle domande avanzate da parte attrice, va subito detto non può dirsi fondata quella di risoluzione degli investimenti, per la quale questo Collegio ha reiteratamente avuto modo di rilevare che, in presenza di contestate violazioni di obblighi di condotta posti in capo agli intermediari dalla legge o dal contratto quadro relativamente alla fase genetica, 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, sebbene condizionino le scelte di investimento dei clienti, tuttavia, si collocano *“in un momento antecedente alla singola operazione 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 da 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 tante, cfr. Decisione ACF n. 7457 del 1° luglio 2024).

Con riguardo, poi, agli obblighi informativi preventivi, non può non rilevarsi che l’Intermediario resistente non ha, a ben vedere, svolto alcuna difesa specifica, né dalla documentazione in atti emergono elementi idonei a provare che questi abbia osservato “in concreto” obblighi siffatti, il cui idoneo espletamento riveste carattere

di essenzialità per pervenire a scelte d'investimento effettivamente consapevoli da parte della clientela.

Né in tale contesto può dirsi rilevante il contenuto della nota informativa di eseguito relativa al primo acquisto effettuato in data 9 aprile 2015 di obbligazioni “Portugal Telecom 5% 2019”, che veniva comunque inviata al Ricorrente in un momento successivo all'esecuzione dell'operazione e contenente solo i dati anagrafici riferiti allo strumento e taluni dettagli tecnici sull'operazione.

In ogni caso, da tale scarsa documentazione non si ricava alcun riferimento circa l'appartenenza dell'Emittente al gruppo della società brasiliana di telecomunicazioni OI S.A. – entità extracomunitaria, al tempo fortemente indebitata e caratterizzata da un rischio *default* e da un rischio paese decisamente maggiori dell'originario Emittente – che già dalla fine del 2014 ne era diventata controllante indiretta e che dopo pochi mesi (nel giugno 2015) ne ha assunto il controllo diretto (cfr. Decisione ACF n. 8105 del 10 luglio 2025).

Ebbene, come già evidenziato in sede di esame di analoghe controversie, trattasi di informazione tutt'altro che secondaria, riguardando vicende societarie dal potenziale rilevante effetto, anche prospettico, circa la bontà dell'investimento (cfr., *ex multis*, Decisioni ACF n. 8105, *cit.*, n. 7413 del 12 giugno 2024 e n. 6914 del 16 ottobre 2023).

Si ritiene, pertanto, che l'Intermediario non abbia provato nel caso di specie di avere diligentemente adempiuto agli obblighi informativi preventivi.

2. Quanto al servizio di investimento prestato dall'Intermediario in occasione delle operazioni in lite, che risulta controverso tra le parti, si rileva che i Ricorrenti non hanno versato in atti alcuna documentazione idonea a provare che le operazioni di che trattasi siano state raccomandate da personale dell'Intermediario resistente. Oltretutto, il contratto quadro sottoscritto dai Ricorrenti in data 28 settembre 2011 aveva ad oggetto esclusivamente “*la prestazione del servizio di custodia, amministrazione,*

collocamento, ricezione e trasmissione ordini, esecuzione ordini per conto del cliente e negoziazione per conto proprio”.

Ciò emergendo dalla documentazione in atti, l’Intermediario era da ritenersi tenuto allo svolgimento della (sola) valutazione di appropriatezza delle operazioni in lite. E però, non risulta prodotta in atti alcuna evidenza di una qualsivoglia valutazione di appropriatezza condotta, essendosi Parte resistente limitata a sostenere che si sarebbe trattato di un investimento coerente col profilo di controparte e del tutto in linea con la relativa operatività.

Ora, diversamente da ciò, questo Collegio ha avuto modo di sottolineare in presenza di simili fattispecie che l’intermediario prestatore dei servizi deve essere in grado di dimostrare di aver svolto effettivamente le valutazioni di appropriatezza/adequatezza delle operazioni contrattualmente previste, in quanto *“l’intero processo di investimento deve essere rigorosamente tracciato”* (cfr., *ex multis*, Decisioni ACF n. 7387 del 29 maggio 2024 e n. 7038 del 4 dicembre 2023).

3. Quanto, invece, all’informativa successiva, va richiamato il costante orientamento collegiale secondo cui non può intendersi posto in capo agli intermediari un obbligo generalizzato di monitoraggio continuo dell’andamento degli strumenti finanziari, che può derivare semmai da particolari caratteristiche del prodotto ovvero discendere dalla tipologia di servizio prestato (come nella gestione di portafogli e nella consulenza) così come pattiziamente regolato tra le parti; circostanze, tuttavia, non riscontrabili nel caso in esame (cfr., *ex multis*, Decisioni ACF n. 6986 del 14 novembre 2023 e n. 7065 del 18 dicembre 2023).

Ad ogni buon conto, risultano in atti i rendiconti al 30 giugno 2015 e al 31 dicembre 2015.

Quanto, infine, alle specifiche notizie relative all’intervenuto *default* del gruppo dell’Emittente ed alle successive fasi della procedura di riorganizzazione giudiziale alla quale esso è stato sottoposto, risultano in atti diverse comunicazioni trasmesse dal Resistente ai Ricorrenti in data 23 gennaio 2018, 8 febbraio 2018, 1° marzo 2018,

5 marzo 2018, 16 aprile 2018, 4 maggio 2018, 31 maggio 2018, 29 giugno 2018 e 8 agosto 2018 aventi ad oggetto, in particolare, il piano di ristrutturazione approvato del gruppo dell'Emittente da parte del competente tribunale, il primo termine stabilito per identificarsi nell'ambito di tale procedura al fine di poter scegliere la forma di recupero prevista nel piano e l'offerta di scambio nell'ambito della risoluzione straordinaria.

4. In conclusione, va ritenuta accertata la responsabilità dell'Intermediario per carenze nell'informativa preventiva e per la mancata dimostrazione dell'effettività della non derogabile valutazione di appropriatezza dell'operatività controversa, il che radica la sua responsabilità sotto il profilo risarcitorio.

Con riferimento alla quantificazione del danno occorso, ritiene, tuttavia, questo Collegio che esso vada riferito esclusivamente a quello riveniente dalla prima operazione di investimento, da determinarsi nella misura di € 5.976,98 (quale differenza tra l'importo originariamente investito di € 52.494,63, l'importo netto della cedola incassata in data 4 novembre 2015 di € 1.850,00 e quanto ricavato dalla vendita dei suddetti titoli, ossia € 44.667,65), oltre a rivalutazione e interessi. Orienta in tal senso, oltre al profilo complessivo di Parte Ricorrente come emergente dalla documentazione versata in atti, soprattutto la circostanza che l'ulteriore operatività è stata posta in esecuzione contestualmente alla vendita, in perdita, della prima *tranche* di titoli e nonostante la valenza segnaletica di un tale esito, le cui implicazioni, in termini di accresciuta rischiosità del titolo, non potevano sfuggire ai Clienti.

PQM

In accoglimento del ricorso per quanto e nei limiti sopra specificati, il Collegio dichiara l'Intermediario tenuto a corrispondere a favore di Parte Ricorrente, a titolo risarcitorio, la somma complessiva rivalutata di € 8.106,89, oltre agli 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 € 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