



Arbitro per le Controversie Finanziarie

Decisione n. 8386 del 18 febbraio 2026

ARBITRO PER LE CONTROVERSIE FINANZIARIE

Il Collegio

Dott. [REDACTED] – Presidente

Prof. Avv. [REDACTED] – Componente

Prof.ssa Avv. [REDACTED] – Componente

Prof. [REDACTED] – Componente

Avv. [REDACTED] – Componente

Relatrice: Avv. [REDACTED]

nella seduta del 9 febbraio 2026, in relazione al ricorso n. 12159, presentato dai sig.ri [REDACTED] ed [REDACTED] (di seguito anche i “Ricorrenti” o “parte attrice”) nei confronti di [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 la violazione degli obblighi informativi, tanto preventivi quanto successivi, delle regole in tema di profilatura dei clienti e valutazione di appropriatezza/adequatezza 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 14 gennaio 2025, a cui l'Intermediario non risulta aver dato riscontro entro il termine normativamente previsto, i due odierni Ricorrenti si sono rivolti all'Arbitro per le Controversie Finanziarie rappresentando quanto segue.

Riferisce parte attrice che l'Intermediario qui convenuto, per conto della loro madre e a valere su un *dossier* titoli intestato alla medesima, acquistava titoli obbligazionari Astaldi 13-20 7,125%, in data 14 dicembre 2016 e 2 marzo 2018.

Ebbene, l'emittente i titoli chiedeva successivamente, a settembre 2018, di essere ammessa alla procedura di concordato preventivo con assegnazione ai suoi creditori, ivi inclusi gli obbligazionisti, di azioni di nuova emissione della medesima società e di strumenti finanziari partecipativi, con grave pregiudizio, in ogni caso, delle loro ragioni di credito. Il concordato veniva omologato in data 5 novembre 2020.

In data 22 agosto 2021, a seguito del decesso dall'originaria investitrice, i due Ricorrenti subentravano nella titolarità del relativo portafoglio titoli, per effetto del che essi, acquisita contezza delle implicazioni scaturite dall'operatività di che trattasi anche per il tramite del supporto di un consulente, si determinavano a rivolgersi a quest'Arbitro per contestare l'operato dell'Intermediario qui convenuto, lamentando la perdita patita dalla di loro madre a seguito dell'investimento di che trattasi e, per l'effetto, da loro stessi, quali aventi causa *iure successionis*; perdita che viene quantificata in € 174.292,29.

Ritengono, infatti, i Ricorrenti che *“l'esecuzione delle operazioni è avvenuta in totale assenza di informazioni, da parte della Banca, in merito alla natura, alle caratteristiche, alla provenienza ed al rischio insito in tali titoli, negando così il diritto della Cliente ad una scelta consapevole e informata, in violazione dei precetti di cui agli artt. 1175 e 1375 c.c., oltre che i doveri di correttezza, diligenza e trasparenza – per servire al meglio l'interesse dei clienti – ex art. 21, comma 1, del T.U.F.”*.

Infatti, tra i documenti acquisiti a seguito di richiesta ex art. 118 TUB, non vi sarebbe traccia di un documento informativo specifico (i.e. scheda prodotto) avente ad oggetto gli strumenti in esame, con evidente violazione degli obblighi di informativa attiva, segnatamente in ordine alla rischiosità dello strumento finanziario e al pericolo di un imminente *default* dell'emittente.

I Ricorrenti contestano, per l'appunto, la violazione dell'art. 21 TUF e dell'art. 31 Reg. Consob 16190/07, in quanto l'Intermediario avrebbe omesso di informare l'originaria investitrice che:

- il titolo di che trattasi era caratterizzato da un elevato rischio emittente, puntualmente indicato nell'*Offering Memorandum* redatto dall'emittente ma mai consegnato alla cliente;
- l'emittente avrebbe potuto esercitare un diritto di riacquisto del titolo al valore facciale in caso di miglioramento del merito di credito dell'emittente o di riduzione del tasso di interesse, privando gli obbligazionisti dei relativi vantaggi dell'andamento del titolo, mentre la cliente avrebbe potuto esercitare un'opzione di vendita in caso di cambio di controllo dell'emittente;
- il titolo era illiquido, come dimostra il fatto che dai dati estratti dal *data provider* Bloomberg il 14 dicembre 2016 la differenza tra il prezzo "Ask" e quello "Bid" delle obbligazioni in parola era pari all' 0,739% dell'ultimo prezzo di giornata, mentre alla medesima data lo stesso indicatore per i Titoli di Stato italiani di natura liquida indicava una percentuale dello 0,022%;
- i titoli dell'emittente erano stati esplicitamente indirizzati, in sede di collocamento, ai soli operatori qualificati e non ai clienti al dettaglio quale, ovviamente, era la madre dei Ricorrenti.

Da quanto sopra emerge come la cliente non sia stata posta nelle condizioni di compiere consapevoli scelte di investimento.

L'Intermediario si sarebbe reso, altresì, inadempiente all'obbligo di tenere costantemente informata la cliente medesima circa l'andamento dell'investimento,

fornendo informazioni *on going* che potessero porla in condizione di compiere conseguenti scelte di investimento/disinvestimento altrettanto consapevoli.

I Ricorrenti lamentano, ancora, la violazione della regola in tema di *best execution*, in capo all'intermediario prestatore dei servizi l'obbligo, di adottare *"tutte le misure ragionevoli"*, avuto riguardo anche al prezzo di esecuzione delle operazioni e ai relativi costi applicati, al fine di ottenere il *"miglior risultato possibile"* per la cliente; strategia che deve essere comunicata alla cliente per raccoglierne il consenso e nel rispetto della quale l'intermediario deve poi dimostrare di avere effettivamente operato.

Inoltre, in relazione ai costi e agli oneri applicati, l'intermediario è tenuto, ai sensi dell'art. 32 del Regolamento Consob n. 16190/07, a informare il cliente sul *"corrispettivo totale che il cliente deve pagare in relazione allo strumento finanziario o al servizio di investimento o accessorio, comprese tutte le competenze, le commissioni, gli oneri e le spese connesse"*, con queste ultime voci *"indicate separatamente"* e oggetto di una rendicontazione specifica.

Nel caso di specie nulla di tutto ciò sarebbe invece avvenuto, avendo l'Intermediario convenuto applicato commissioni per complessivi € 2.775,67, con costi occulti quantificati da parte attrice in € 930,91.

Oltre ciò, i Ricorrenti lamentano la mancata effettuazione della dovuta valutazione di appropriatezza da parte dell'Intermediario e, a monte, la circostanza che nella documentazione reperita non è dato rinvenire un questionario MiFid strumentale alla valutazione di appropriatezza dell'investimento, e ciò in violazione dell'art. 41 del Regolamento Consob 16190/07. Precisano, ad ogni buon conto, che la cliente vantava titolo di studio di scuola media inferiore e nessuna esperienza in materia di mercati finanziari, essendo una casalinga; ciò che sarebbe sufficiente a dimostrare la non appropriatezza dell'investimento controverso.

Infine, i Ricorrenti lamentano che l'Intermediario avrebbe dato seguito al rapporto di investimento in totale assenza di un contratto quadro, laddove l'art. 23, comma 1, del

T.U.F. prescrive la forma scritta *ad substantiam*, sicché le operazioni sarebbero per tale ragione da ritenersi nulle.

I Ricorrenti si rivolgono, pertanto, all'Arbitro affinché accerti, in via principale, la responsabilità dell'Intermediario per i danni arrecati e, per l'effetto, disponga la risoluzione degli ordini di acquisto e/o il risarcimento del danno occorso a causa dell'operatività controversa, pari a € 174.292,29. Sempre in via principale e alternativa, accertare la nullità delle operazioni e per l'effetto ordinare la restituzione e/o il risarcimento dei danni subiti come già sopra quantificati.

3. L'Intermediario si è costituito, eccependo l'infondatezza delle doglianze addotte da controparte, argomentando come dall'istruttoria effettuata a valere sulla posizione della madre dei Ricorrenti sia emersa la presenza e la regolare sottoscrizione di tutta la documentazione contrattuale prevista dalla normativa di settore, con particolare riguardo al contratto quadro per la prestazione dei servizi di investimento e ai questionari MIFID, che risultano debitamente compilati e firmati dall'originaria investitrice; documentazione – tutta – versata in atti.

Sarebbe, inoltre, stata fornita, al tempo, l'informativa sui rischi correlati, così da consentire alla cliente di essere resa edotta circa i principali rischi degli strumenti finanziari, tra questi, anche con riferimento al rischio emittente.

In sede di profilatura, poi, sono state debitamente raccolte informazioni circa il livello di conoscenze ed esperienze della cliente in materia di investimenti in strumenti finanziari, obiettivi di investimento e situazione finanziaria, sicché nessun addebito può essere mosso a proprio carico, dovendosi poi considerare anche che si è semplicemente provveduto a dare esecuzione agli ordini impartiti dalla cliente, senza prestazione di alcun servizio di natura consulenziale, trasmettendo all'intermediario negoziatore le istruzioni ricevute dalla cliente, determinatasi in totale autonomia nel senso di porre in essere l'operatività qui controversa.

Oltretutto, si sarebbe trattato di operatività impartita direttamente da uno dei due Ricorrenti odierni, entrambi soggetti delegati – con firma disgiunta e dal 14 maggio

2015 - a operare sul deposito titoli della di loro madre. Dalla documentazione relativa agli ordini di investimento si ricava, infatti, come uno dei due Ricorrenti gestisse in modo pressoché esclusivo il *dossier* della madre, atteso che tutti gli ordini impartiti dal 2016 al 2018 sono al medesimo riferiti; inoltre, su tutti gli ordini di acquisto cartacei di quegli anni si rinviene l'avvertenza relativa all'inappropriatezza delle operazioni e la firma del Ricorrente delegato, che ivi dichiarava di voler comunque procedere con le operazioni di suo interesse.

Ad ogni modo – prosegue l'Intermediario - le operazioni sono state accompagnate da una puntuale informativa sulla tipologia di prodotto, segnalando il basso *rating* dello strumento e l'inappropriatezza rispetto al profilo della cliente; inoltre, la seconda operazione di acquisto, quella del 2 marzo 2018, è stata eseguita autonomamente dal delegato attraverso il servizio di *internet banking*, ad un prezzo sensibilmente più basso rispetto al precedente acquisto e nonostante la sensibile perdita di valore registratasi nell'arco temporale di riferimento. Oltretutto, trattasi di operazioni che risultano essere state precedute da investimenti analoghi sia per tipologia che per dimensioni.

A ciò aggiungasi che l'analogo investimento effettuato a distanza di un anno dal precedente, vale a dire proprio quando il titolo di che trattasi faceva registrare significative perdite di valore, fornisce evidenza della volontà dell'investitore di speculare sul titolo, pur di ottenere un forte rendimento, dal che consegue che, ove anche fosse accertata una sua responsabilità, andrebbe comunque fatta applicazione dell'art. 1227 cod. civ., perché la decisione di aumentare l'esposizione sul titolo, autonomamente assunta da parte ricorrente, avrebbe finito con l'aggravare l'entità del lamentato danno.

Con riferimento, da ultimo, alla contestazione relativa ai presunti "costi impliciti" che sarebbero stati applicati alle due operazioni poste in essere, l'Intermediario la qualifica come del tutto infondata e, comunque, non debitamente provata, non essendo stati applicati "*spread*" in quanto entrambe le operazioni sono state eseguite

su mercati “esterni” (EuroTLX e Tradeweb), e su tali operazioni sono state applicate unicamente commissioni e/o spese, come previamente pattuite in sede contrattuale. Conclude, comunque, la Resistente chiedendo l’integrale rigetto del ricorso.

4. In sede di repliche i Ricorrenti argomentano che il tentativo di controparte di negare l'esistenza di un rapporto consulenziale risulta contraddetta dalla documentazione prodotta dallo stesso Intermediario, dalla quale emerge che in data 21 marzo 2013 la *de cuius* aveva attivato anche il servizio di consulenza in materia di investimenti, dal che discenderebbe che gli acquisti controversi sono avvenuti nell'ambito di un rapporto, per l'appunto, consulenziale e che l'Intermediario resistente era tenuto a svolgere la valutazione di adeguatezza.

Né sarebbe condivisibile l'affermazione di controparte secondo cui, all'epoca, la cliente sarebbe stata destinataria di informazioni circa i rischi insiti negli strumenti finanziari in esame, ove solo si consideri che le richiamate informazioni presenti nel fascicolo precontrattuale nulla hanno a che vedere con gli obblighi di informativa attiva in capo agli intermediari prestatori dei servizi all'atto di effettuazione di ogni operazione, che non possono che riguardare specificamente i rischi che caratterizzano i singoli investimenti di volta in volta negoziati. Né nessuna pregressa esperienza o propensione al rischio dell'investitore può essere invocata dall'Intermediario quale ‘scusante’ per l'inosservanza degli obblighi informativi prescritti dalla normativa di settore.

I Ricorrenti insistono, quindi, nelle conclusioni rassegnate nel ricorso introduttivo.

5. A sua volta, in sede di repliche finali, l'Intermediario ribadisce che le operazioni contestate non sono avvenute nell'ambito di un rapporto di consulenza, bensì su iniziativa della disponente. Né può ritenersi sufficiente la mera attivazione del servizio di consulenza per affermare che le operazioni di che trattasi siano maturate in regime di consulenza o raccomandate. In ogni caso, trattasi di assunto documentalmente smentito dalle disposizioni d'acquisto, ove si legge la seguente dichiarazione del soggetto disponente "*prendo atto che l'operazione da me richiesta*

ha ad oggetto un titolo a basso rating, risulta altamente rischiosa e sconsigliata dalla banca ...".

I Ricorrenti – prosegue l'Intermediario – nulla hanno dedotto, inoltre, in ordine al fatto che tutti gli acquisti posti in essere dal 2016 al 2018 non sono stati compiuti per mano della *de cuius* bensì da uno di essi, né sul fatto che sull'acquisto effettuato in data 14 dicembre 2016 era presente l'avvertenza relativa all'inappropriatezza dell'operazione.

DIRITTO

Il ricorso, esaminate le risultanze istruttorie, è a giudizio di questo Collegio meritevole di accoglimento per le ragioni e nei termini che si vanno di seguito a esporre.

La controversia attiene, come sopra ampiamente rilevato, a profili di responsabilità dell'Intermediario per non aver egli ottemperato agli obblighi di informativa attiva e passiva in relazione all'acquisto, avvenuto in due *tranches*, di obbligazioni emesse da società poi ammessa a concordato preventivo, e per aver applicato alle suddette operazioni asseriti costi occulti.

A fronte di ciò e considerata la documentazione complessivamente prodotta dalle parti, va respinta la domanda di nullità delle operazioni per asserita assenza di un contratto quadro; l'Intermediario ha, infatti, versato in atti copia del contratto disciplinante la prestazione dei servizi di ricezione e trasmissione di ordini, esecuzione di ordini per conto del cliente e negoziazione per conto proprio, collocamento su prodotti e strumenti finanziari, nonché di quello per la prestazione del servizio di consulenza, entrambi sottoscritti dalla *de cuius* il 21 marzo 2013, che risultano entrambi validamente sottoscritti.

Va, del pari, respinta la domanda di risoluzione degli ordini di acquisto, in conformità al costante orientamento collegiale secondo cui, in fattispecie consimili, non ricorrono i presupposti per accertare, neppure in via incidentale, la risoluzione delle

operazioni di investimento, in quanto gli inadempimenti dell'intermediario a tali obblighi, sebbene condizionino le scelte di investimento dei clienti, si collocano, tuttavia, *“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 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 tante, cfr. decisioni ACF n. 7947 del 9 aprile 2025 e n. 8036 del 30 maggio 2025).

Quanto, invece, alla domanda risarcitoria valgono le considerazioni che seguono.

Con riguardo alla prima delle due operazioni, realizzata direttamente in filiale in data 14 dicembre 2016, per nominali € 100.000,00, il relativo ordine riporta una sezione denominata “set informativo strumento finanziario” che, oltre ad informazioni concernenti l'anagrafica del titolo, riporta il *rating* assegnato al titolo (“B1”, ossia “attenzione specifica con monitoraggio continuo”) e segnala la sussistenza di una situazione di conflitto di interessi. Non risultano, invece, debitamente valorizzati i campi relativi al “rating emittente” e alla “classe di rischio”, pur essendo presente una dichiarazione, sottoscritta dal disponente, con cui questi *“prend[e] atto che l'operazione da me richiesta ha ad oggetto un titolo a basso rating, risulta altamente rischiosa e sconsigliata dalla Banca. Nonostante ciò, vogliate dar corso all'esecuzione della medesima”*.

Quanto alla successiva operazione, avvenuta in data 2 marzo 2018, il relativo ordine risulta essere stato impartito tramite canale telematico, in merito al che le videate prodotte dalla odierna Resistente, che risultano elaborate in data 28 novembre 2025, quindi pressoché contestualmente alla presentazione delle deduzioni difensive di cui al presente procedimento, riportano sì talune informazioni relative all'ordine impartito dal Ricorrente, ma non possono fornire idonea prova che trattasi delle stesse informazioni rese effettivamente disponibili al Cliente al momento della formalizzazione dell'ordine. Oltretutto, è presente l'annotazione *“kid non disponibile,*

consulta il sito dell'emittente/mercato", da cui non può che farsi evidentemente conseguire la conclusione della mancata messa a disposizione dell'ordinante di un set informativo idoneo all'atto dell'esecuzione dell'operazione.

Deve allora concludersi che, in relazione a tale secondo acquisto, l'Intermediario non abbia fornito alcun idoneo elemento probatorio a supporto della tesi difensiva esposta.

Criticità emergono, poi, anche con riguardo agli obblighi di informativa passiva, e ciò con riferimento all'intera operatività realizzata.

A tal riguardo, deve innanzi tutto rilevarsi come l'unica profilatura presente in atti sia quella, riferita alla cliente e madre dei due odierni Ricorrenti, del 21 marzo 2013, risalente dunque a oltre tre anni prima del compimento della prima delle due operazioni controverse e a più di quattro anni prima rispetto alla seconda. Il che non consente di attribuire ad esse la necessaria attendibilità, strumentalmente alle scelte d'investimento qui in esame.

Quanto alla tipologia di servizio prestato - a fronte della dichiarazione sottoscritta dal disponente sull'ordine di investimento del dicembre 2016 (secondo cui l'operazione è stata *"da me richiesta"* e *"do/diamo atto che l'operazione posta in essere è stata eseguita su mia/nostra iniziativa"*) – non può non osservarsi che con il contratto di consulenza in atti l'Intermediario si era impegnato a prestare il servizio di consulenza *"in abbinamento ai servizi di ricezione e trasmissione di ordini, esecuzione di ordini per conto dei clienti, negoziazione in conto proprio di prodotti e strumenti finanziari e di collocamento e distribuzione di prodotti di investimento"*, del che però non vi è idonea evidenza in atti, constando la sola valutazione di appropriatezza, oltretutto riferita solo alla prima operazione. Con riferimento alla successiva, infatti, dagli atti contenuti nel fascicolo istruttorio non è dato evincere che sia stata condotta alcuna valutazione, né di appropriatezza né, tantomeno, di adeguatezza.

Parimenti, non risulta che l'Intermediario abbia effettuato alcuna profilatura del Ricorrente disponente, quale soggetto delegato a poter operare per conto della di lui

madre, potendo a tal riguardo richiamarsi, allora, l'orientamento di quest'Arbitro, laddove si è avuto modo di evidenziare che allorquando si tratti di investimento realizzato tramite soggetto delegato - in assenza di accordi con la persona rappresentata in ordine a chi debba essere soggetto alla valutazione di adeguatezza ed in mancanza di specifiche procedure interne volte a disciplinare le modalità pratiche di tale valutazione - l'intermediario prestatore dei servizi deve tenere conto, ai fini di una corretta valutazione di adeguatezza, del livello di conoscenza ed esperienza del soggetto delegato che pone in essere l'operazione e degli obiettivi d'investimento e della situazione finanziaria del soggetto delegante, nella cui sfera giuridica ricadono gli effetti dell'operazione. Sicché, l'assenza di profilatura del delegato si pone come ulteriore profilo di censurabilità con riguardo all'operato dell'Intermediario odierno resistente nel caso dell'operatività qui controversa.

Tutto quanto sopra rilevato radica, in conclusione, la responsabilità dell'Intermediario a titolo risarcitorio, nei termini di seguito prospettati.

A fronte del danno lamentato da parte Ricorrente, è opinione di questo Collegio che debba trovare applicazione l'art. 1227 cod. civ., dato che gli odierni Ricorrenti ben avrebbero potuto e dovuto attivarsi tempestivamente per il contenimento del pregiudizio sofferto, cedendo le obbligazioni nell'ottobre 2018, allorché l'emittente rendeva noto al mercato tramite comunicato stampa di aver presentato domanda di ammissione al concordato preventivo, con il che rendendo evidente la situazione di grave tensione finanziaria che ne caratterizzava l'andamento. Ebbene, al tempo, il titolo obbligazionario quotava € 26,23, il che avrebbe consentito di liquidare l'intero investimento detenuto per un controvalore di € 52.460,00; importo che va, pertanto, detratto dal controvalore originariamente investito, il che porta conclusivamente a terminare il *quantum* risarcibile in questa sede in € 133.979,76, oltre a rivalutazione e interessi legali.

PQM

In accoglimento del ricorso per quanto e nei termini sopra specificati, il Collegio dichiara l'Intermediario tenuto a corrispondere a favore dei Ricorrenti la somma complessiva rivalutata di € 161.177,82 per i titoli di cui in narrativa, oltre agli interessi legali dalla data della presente decisione sino al soddisfo.

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 € 600,00, 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