



**ARBITRO PER LE CONTROVERSIE FINANZIARIE**

Il Collegio

composto da

Dott. [REDACTED] – Presidente

Prof. Avv. [REDACTED] – Componente

Avv. [REDACTED] – Componente

Prof. [REDACTED] – Componente

Prof.ssa [REDACTED] – Componente supplente

Relatrice: Prof.ssa [REDACTED]

nella seduta del 9.03.2026, in relazione al ricorso n. 12259, presentato dal sig. [REDACTED] [REDACTED] (nel seguito “il Ricorrente”), in qualità di erede dei Sig.ri [REDACTED] [REDACTED], nei confronti di [REDACTED] [REDACTED] (nel seguito “l’Intermediario”), 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 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 adeguatezza/appropriatezza.

Dopo aver presentato reclamo il 21 febbraio 2025, cui l'Intermediario ha dato riscontro in modo ritenuto insoddisfacente l'11 aprile 2025, il Ricorrente, in qualità di erede e per il tramite di procuratore, si è rivolto all'Arbitro per le Controversie Finanziarie rappresentando che suo padre, tramite l'Intermediario qui convenuto, aveva acquistato, a valere su un conto cointestato con la consorte, in data 6 aprile 2016, obbligazioni Astaldi 13-20 7,125 (ISIN XS1000393899), per un valore nominale di euro 100.000 e un controvalore effettivo di euro 103.169,52; titoli che, alla morte del padre, il 22 marzo 2020, venivano trasmessi per successione a lui e a sua madre, per entrare nella sua esclusiva disponibilità, a titolo ereditario, in data 28 dicembre 2023.

In merito, il Ricorrente contesta all'Intermediario di non avere consegnato prima dell'acquisto ad opera del *de cuius* alcun documento informativo (o scheda prodotto) riportante la natura, le caratteristiche e il rischio insito nei titoli, sebbene si trattasse di obbligazioni caratterizzate da un notevole rischio emittente, come indicato all'interno dell'“*Offering Memorandum*” del 4 dicembre 2013 e della relativa integrazione del 14 febbraio 2014, documenti anche questi mai consegnati.

Fa presente che al momento dell'acquisto non venivano specificate neanche le opzioni *call* e *put* esercitabili sul titolo dall'emittente e dal possessore e che nessuna delle informazioni contenute nei documenti di emissione all'epoca redatti (“*Offering Circular*” e relativi “*Risk Factors*”) veniva fornita al cliente, 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.

Osserva, ancora, che l'Intermediario non ha rappresentato la situazione di illiquidità dell'obbligazione (alla data del 6 aprile 2016, i titoli dell'emittente mostravano un “*Bid-Ask spread*” di oltre 43 volte superiore rispetto a quello dei titoli di Stato

liquidi), né osservato 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.

Non può dirsi essere stato sufficiente, a tali fini, il richiamo al documento generale sui rischi dell'investimento o clausole di stile, con le quali il cliente dichiarava di aver ricevuto informazioni adeguate sull'operazione di investimento da compiere.

Parte ricorrente si duole, inoltre, di non essere stata informata in merito all'andamento dei titoli nel tempo e, dunque, di non essere stata messa in condizione di valutare un eventuale disinvestimento.

Lamenta, ancora, l'assenza a monte di un valido questionario Mifid, necessario ai fini della profilatura dei clienti e alla conseguente valutazione di appropriatezza in relazione all'acquisto in lite, aggiungendo a tale ultimo riguardo che, ove eseguita, la valutazione avrebbe dovuto dare esito negativo, tenuto conto che i suoi genitori al momento dell'acquisto contestato erano già pensionati e, soprattutto, in un'età avanzata (80 e 77 anni), ricadendo nella categoria delle persone più vulnerabili, anche considerato che non vantavano un titolo di studio afferente all'ambito economico finanziario e, anzi, la sola licenza elementare, senza aver neanche mai svolto professioni attinenti al settore degli investimenti (lui artigiano, lei casalinga).

Tanto sostenuto, l'odierna parte attrice conclude chiedendo al Collegio di accertare la responsabilità dell'Intermediario per la violazione della normativa di settore e, per l'effetto, dichiarare la risoluzione dell'ordine di acquisto e/o il risarcimento dei danni subiti nella misura di euro 103.169,52, oltre a interessi legali e rivalutazione monetaria.

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

Il Resistente rappresenta, anzitutto, che l'acquisto in lite risulta essere stato disposto dal padre del Ricorrente, che aveva sottoscritto, insieme alla moglie, in data 3 dicembre 2007, un contratto per la prestazione dei servizi di investimento e aveva

aperto due depositi titoli, cointestati anch'essi con la di lui moglie. Aggiunge che, con riferimento all'investimento in lite, gli stessi hanno percepito cedole per un importo di euro 13.180,25.

Riguardo agli obblighi informativi preventivi, l'Intermediario dichiara che al momento dell'ordine il *de cuius* ha potuto visionare la scheda prodotto relativa alle obbligazioni, riportante informazioni di dettaglio, quali la descrizione del titolo e dell'emittente, il *rating* (S&P B) e le principali componenti di rischio, come il "Rischio Emittente" indicando che *"un peggioramento della situazione finanziaria dell'emittente o del rating può comportare una diminuzione del prezzo dell'obbligazione. In caso di insolvenza dell'emittente, il capitale e gli interessi potranno non essere corrisposti"*. Aggiunge che dalla citata scheda risultava, dunque, con chiarezza l'appartenenza del titolo alla categoria speculativa e ad alto rischio.

L'Intermediario eccepisce, poi, l'inconferenza dell'operato richiamo all'*"Offering Memorandum"* del dicembre 2013, dato che l'operatività oggetto di contestazione è stata realizzata sul mercato "secondario" (EuroTLX) e non in fase di collocamento. Eccepisce, inoltre, che le obbligazioni non potevano al tempo definirsi come illiquide in quanto scambiate, per l'appunto, sul mercato EuroTLX e che al momento dell'acquisto non sussisteva alcuna difficoltà alla negoziazione.

Con riguardo all'asserita omessa informativa successiva, il Resistente fa presente la non configurabilità di obblighi contrattuali in tal senso e, in ogni caso, di aver sempre trasmesso i rendiconti periodici del deposito titoli, dai quali sarebbero state desumibili le informazioni relative all'andamento dei titoli in lite. Aggiunge di avere trasmesso le valutazioni, anch'esse periodiche, della coerenza del portafoglio, in cui segnalava che le obbligazioni in lite avevano un *rating* inferiore a BBB- e pertanto dovevano essere annoverate tra i titoli *"Speculative grade"*.

Riguardo agli obblighi in tema di appropriatezza/adequatezza, afferma di aver dato esecuzione all'ordine di acquisto disposto dal *de cuius*, valutando l'adequatezza dell'operazione in quanto egli aveva optato avvalersi del servizio di consulenza, con i

relativi esiti di segno positivo, stante il profilo del *de cuius* e i suoi obiettivi di investimento, come desumibili dalle informazioni fornite nel questionario di profilatura e dalla sua pregressa operatività.

Infatti, nel questionario del 6 ottobre 2014 il *de cuius* aveva dichiarato: i) di tenersi costantemente aggiornato sull'andamento dei mercati e di conoscere *“le caratteristiche ed i rischi di tutti i prodotti finanziari, anche i più complessi, quali i Fondi Hedge, i derivati quotati e i titoli obbligazionari, o altri prodotti finanziari strutturati, il cui rendimento (cedole o premio di rimborso) dipende, in modo complesso e non intuitivo, dall'andamento di indici finanziari anche poco conosciuti”*; ii) con riguardo all'obiettivo di investimento, di perseguire *“una crescita rilevante dei miei investimenti ... in quanto, in un orizzonte temporale di lungo periodo, l'accettazione di un rischio, anche rilevante, può favorire una crescita importante dei miei investimenti”*. Osserva che all'esito della profilatura Mifid, al *de cuius* erano stati attribuiti un'esperienza in materia di investimenti *“molto alta”* e una propensione al rischio *“alta”*, definita come *“Dinamica”*.

Riguardo alla pregressa operatività, l'Intermediario evidenzia che sin dal 2010 il *de cuius* aveva operato su obbligazioni *corporate* ad elevato rendimento, a valere su due dossier titoli cointestati con la moglie. Nel primo trimestre del 2016, su entrambi i depositi cointestati erano presenti obbligazioni *corporate*, subordinate e di paesi esteri (tra cui obbligazioni Petrobas 14/20, Venezuela 12,75%, denominate in dollari e in rubli). Successivamente all'acquisto in lite, afferma che non risulterebbero modificate le abitudini d'investimento del *de cuius*, il quale, a marzo 2018, avrebbe continuato a detenere in portafoglio obbligazioni anche subordinate (tra cui Petrobas 13-43, Petrobas 14/20, in dollari statunitensi, australiani e neozelandesi), a conferma di un comportamento di investitore speculativo.

Riguardo alla richiesta risarcitoria, l'Intermediario eccepisce che andrebbero in ogni caso scomutate le cedole incassate e il valore delle azioni attribuite al *de cuius* in sede di conversione di tali obbligazioni, pari a euro 5.345,48 al 30 giugno 2021.

Infine, l'Intermediario eccepisce che il comportamento tenuto dal *de cuius* ha contribuito in modo determinante alla produzione della perdita subita. Egli avrebbe, infatti, mantenuto le obbligazioni nel proprio portafoglio nonostante la perdita di valore, comunicata periodicamente tramite la rendicontazione, in quanto a dicembre 2017 i titoli avevano perso più del 20% del prezzo di acquisto e dopo il 1° ottobre, con la diffusione del comunicato stampa riportante la notizia della domanda di concordato preventivo presentata dall'emittente, le obbligazioni valevano euro 26.230.

3. Il Ricorrente si è avvalso della facoltà di presentare deduzioni integrative ai sensi dell'art. 11, comma 5, del Regolamento ACF, osservando che non vi è alcuna prova in atti che il *de cuius* abbia effettivamente visionato la scheda prodotto, considerata l'assenza della relativa firma; che i rendiconti periodici del deposito titoli e le comunicazioni di coerenza del portafoglio non sarebbero mai stati ricevuti dai *de cuius*; che mancano in atti validi questionari Mifid antecedenti all'operazione contestata, non potendo reputarsi valido il questionario del 6 ottobre 2014, compilato unilateralmente dall'Intermediario e non firmato dal cliente.

E comunque, anche a voler considerare valido tale questionario, esso avrebbe un contenuto incompleto e di tenore autovalutativo, oltretutto riconducibile solo ad uno degli investitori (il padre), nonostante la cointestazione dei rapporti. E comunque, sarebbe da ritenersi inverosimile che un investitore con il suo profilo potesse avere conoscenze in materia di strumenti finanziari tali da poter operare in maniera consapevole e speculativa, senza considerare che l'odierno Resistente non ha mai fornito l'esito della valutazione di adeguatezza in relazione all'operazione qui contestata.

4. L'Intermediario si è avvalso della facoltà di presentare memoria di replica ai sensi dell'art. 11, comma 6, del Regolamento ACF, tenendo a precisare che il questionario Mifid del 2014 è stato compilato e sottoscritto con firma elettronica dal *de cuius*; che nessuna rilevanza assume il profilo della relativa consorte, non avendo ella disposto

l'operazione oggetto del ricorso; che, infine, non è credibile l'affermazione secondo cui il *de cuius* non avrebbe mai ricevuto i rendiconti titoli e inoltre, neppure si può ipotizzare che il *de cuius* si fosse del tutto disinteressato all'andamento di un portafoglio titoli di rilevante consistenza e frequentemente movimentato, non lamentandosi mai della mancata ricezione dei rendiconti titoli nel corso della durata pluriennale del rapporto.

### **DIRITTO**

**1.** Il ricorso, stanti le evidenze in atti, è da ritenersi meritevole di accoglimento per i motivi e nei termini che vengono di seguito rappresentati.

**2.** In via preliminare, va rilevata la non accoglibilità della domanda di risoluzione, stante il costante orientamento di quest'Arbitro nel senso 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 degli investimenti, non ricorrono i presupposti per accertare, neppure in via incidentale, la risoluzione delle operazioni di investimento, in quanto gli inadempimenti dell'intermediario di tali obblighi, sebbene condizionino le scelte di investimento dei clienti, 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 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 n. 7947 e n. 8036 del 2025).

**3.** La richiesta di risarcimento del danno è, invece, suscettibile di essere accolta per quanto segue.

Quanto al contestato inadempimento degli obblighi di informazione preventiva, va premesso che non è stata depositata copia dell'ordine impartito dal cliente; per il resto, quel che può rilevarsi dalla documentazione versata in atti è che non vi è evidenza idonea che la scheda prodotto versata in atti sia stata messa nell'effettività

disponibilità del cliente all'atto dell'investimento, non potendo dunque costituire valida prova nel senso auspicato dall'intermediario.

4. Del pari, non può dirsi debitamente comprovato l'effettivo adempimento dell'obbligo di valutazione dell'adeguatezza dell'investimento.

Infatti, l'Intermediario dichiara ma non prova di avere valutato l'adeguatezza dell'operazione, essendosi in questa sede limitato a sostenere che l'investimento controverso era coerente con il profilo del *de cuius* e del tutto in linea con la sua operatività pregressa, senza però fornire alcuna indicazione circa il percorso argomentativo e motivazionale in ragione del quale l'investimento era da considerarsi coerente con il profilo di rischio e gli obiettivi finanziari del *de cuius*.

Diversamente da un tale *modus operandi*, al fine di potere considerare debitamente comprovato l'adempimento dell'obbligo di valutazione dell'adeguatezza, è necessario che l'intermediario prestatore dei servizi dimostri di aver svolto effettivamente le valutazioni di appropriatezza/adeguatezza delle operazioni che pone in essere per conto della clientela, con l'effetto che "*l'intero processo di investimento deve essere rigorosamente tracciato*" dall'intermediario medesimo (*cfr.*, *ex multis*, Decisioni n. 7872 del 2025; n. 7387 del 2024 e n. 7038 del 2023); il che, per l'appunto, non è dato riscontrare nel caso dell'odierna controversia.

5. Anche il questionario Mifid versato in atti presenta, ad ogni modo, delle criticità. Anzitutto, non consta alcuna sottoscrizione apposta su di esso dal *de cuius*, né l'evocata firma digitale può dirsi corroborata da idonee evidenze informatiche.

Oltre ciò esso è riconducibile al solo *de cuius*, il che, trattandosi di rapporto cointestato, non può dirsi *modus procedendi* idoneo ad indagare compiutamente caratteristiche ed obiettivi di tutti i soggetti su cui finiscono con il ricadere gli effetti degli investimenti poi posti in essere, come emerge anche dalle Linee guida dell'ABI del marzo 2014, dunque antecedenti alla compilazione del questionario oggetto di contestazione, emanate a seguito degli orientamenti ESMA del luglio 2012 in tema di profilatura e valutazione degli investimenti in presenza di rapporti cointestati.

5. Parte Resistente ha, invece, dato sufficiente prova dell'adempimento degli obblighi informativi successivi, sulla base sia delle rendicontazioni periodiche dal 2010 al 2019 che indicavano, tra l'altro, il valore di mercato dei titoli, con ciò evidenziando il loro andamento nel tempo, sia delle comunicazioni "di coerenza del portafoglio" con le quali il Resistente informava i sottoscrittori circa l'esito della valutazione di coerenza di portafoglio dal 30 giugno 2016 al 31 dicembre 2019.

In definitiva, dunque, l'operato dell'Intermediario è da ritenersi essere stato, nel caso di specie, censurabile sia sotto il profilo del corretto adempimento degli obblighi di informazione preventiva, come anche dell'incompleta profilatura dei soggetti coinvolti nell'operatività controversa e dalla valutazione di adeguatezza, il cui esito non può dirsi, ad avviso di questo Collegio, congruente con le caratteristiche degli originari investitori.

Il che radica la responsabilità dell'Intermediario medesimo sotto il profilo risarcitorio nei termini che sono di seguito specificati.

6. I Clienti sono stati messi nella condizione di poter monitorare l'andamento del corso dei titoli di che trattasi tramite la messa a loro disposizione della documentazione sopra richiamata; ebbene, usando l'ordinaria diligenza da loro esigibile, essi avrebbero potuto cederli quantomeno alla data del 1° ottobre 2018, ovvero 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 euro 26,23.

Considerato, dunque, che, ove avessero tenuto una condotta proattiva e funzionale a mitigare l'entità del danno che stavano subendo, gli stessi si sarebbero dovuti prontamente attivare nel senso della dismissione dei titoli controversi all'indicata data del 1° ottobre 2018, questo Collegio, in applicazione dell'art. 1227 c.c., determina il risarcimento da riconoscersi in questa sede quale differenza tra il controvalore originariamente investito (euro 103.169,52), le cedole complessivamente percepite (euro 13.181,25) e la somma di euro 26.230,00, che è quanto gli originari

sottoscrittori avrebbero ricavato qualora avessero disinvestito a tale data, con la conseguente quantificazione in euro 63.758,27 del *quantum* risarcitorio, oltre a rivalutazione e interessi legali.

E' fatta salva l'eventualità che da tale importo l'Intermediario deduca il rateo degli interessi eventualmente riconosciuti ai clienti all'indicata data del 1° ottobre 2018.

### **PQM**

In accoglimento del ricorso per quanto e nei termini sopra specificati, il Collegio dichiara l'Intermediario tenuto a corrispondere al Ricorrente, a titolo risarcitorio, la somma complessiva rivalutata di euro 78.040,12, 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 euro 500,00, ai sensi dell'art. 18, comma 3, del citato regolamento, adottato con delibera n. 19602 del 4 10 maggio 2016, secondo le modalità indicate nel sito istituzionale [www.acf.consob.it](http://www.acf.consob.it), sezione "Intermediari".

Il Presidente