



Decisione n. [REDACTED] del 19 maggio 2026

**ARBITRO PER LE CONTROVERSIE FINANZIARIE**

Il Collegio

Dott. [REDACTED] – Presidente  
Prof. Avv. [REDACTED] – Componente  
Prof. Avv. [REDACTED] – Componente supplente  
Avv. [REDACTED] – Componente  
Prof. [REDACTED] – Componente

Relatrice: Avv. [REDACTED]

nella seduta del 12 maggio 2026, in relazione al ricorso n. 12561, presentato dalla sig.ra [REDACTED] (di seguito la “Ricorrente”) nei confronti di [REDACTED] [REDACTED] (l’“Intermediario” o il “Resistente”), 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 non avere adempiuto correttamente agli obblighi di informativa, attiva e passiva, e per avere omesso di fornire idonea informativa anche in pendenza di rapporto. 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 9 aprile 2025, a cui l'Intermediario qui convenuto ha dato riscontro in modo giudicato insoddisfacente in data 22 maggio 2025, la Ricorrente, assistita da procuratore di fiducia, si è rivolta all'Arbitro per le Controversie Finanziarie rappresentando quanto segue.

Afferma la Ricorrente che, in data 13 maggio 2021, l'Intermediario avrebbe acquistato per suo conto obbligazioni strutturate Casino 21-27 5,25%, a valere su dossier titoli intestato anche alla di lei madre, a seguito del cui decesso ella è divenuta unica titolare del rapporto controverso.

Successivamente, ad agosto 2023, a seguito di decisione del Tribunal de Commerce di Parigi, veniva sospeso il pagamento delle cedole riferite al titolo di cui trattasi e nell'ottobre dello stesso anno avviata la procedura di salvaguardia accelerata, a seguito del che nel marzo del successivo anno le obbligazioni di cui trattasi venivano cancellate.

A seguito di tali accadimenti la Ricorrente chiedeva, prima, di poter acquisire tutta la documentazione afferente al rapporto e, poi, ravvisate varie irregolarità, presentava reclamo, in quella sede già lamentando una perdita per euro 205.057,43.

Quel che la Ricorrente contesta all'Intermediario convenuto è la violazione degli obblighi di informativa attiva, in quanto l'operazione oggetto di ricorso sarebbe avvenuta in totale assenza di informazioni circa la natura, le caratteristiche, la provenienza ed il rischio insito nei titoli, negando così il diritto per le clienti di pervenire ad una scelta di investimento effettivamente consapevole e informata, in violazione degli artt. 1175 e 1375 cod. civ. e dei doveri di correttezza, diligenza e trasparenza ex art. 21, co.1, del TUF. Nel caso di specie veniva sottaciuto alle clienti qualsivoglia informazione sul rischio emittente, sull'esistenza di un'opzione call dell'emittente sulle obbligazioni (informazioni, queste, rinvenibili nel c.d. Prospectus del 28 aprile 2021 mai consegnato alle clienti), sulla complessità dello strumento, sulla sua illiquidità già alla data di acquisto e sul rating, tale da collocarlo tra i "titoli spazzatura" (per Moody's era infatti pari a "Caa1" già al momento dell'acquisto).

Ad avviso della Ricorrente, l'Intermediario si sarebbe reso altresì inadempiente agli obblighi di informativa nel corso del rapporto circa l'andamento dell'investimento, non fornendo adeguate rendicontazioni in ordine ad esso.

Ed ancora, l'Intermediario si sarebbe reso responsabile di violazione dell'obbligo di *best execution* (non avendo mai ottenuto l'accettazione da parte delle clienti delle predisposte strategie di esecuzione degli ordini) e di informativa sui costi dell'operazione di acquisto contestata.

Prosegue la Ricorrente rilevando come l'acquisto de quo sia avvenuto nell'ambito della prestazione di un servizio di consulenza, come risulta evidente dalla lettura del contratto di prestazione dei servizi di investimento ed accessori, nell'ambito del quale l'Intermediario è chiamato a una "maggiore diligenza e correttezza esigibile" e, segnatamente, a raccogliere dai clienti una serie di informazioni volte a valutare l'adeguatezza dell'operazione.

Fa presente che, a tale fine, l'Intermediario avrebbe somministrato alla Ricorrente due questionari MiFID (il 1° marzo 2019 e il 12 maggio 2021), e alla di lei madre altri due (il 1° marzo 2019 e il 19 aprile 2021), che la Ricorrente considera di contenuto generico e fortemente autovalutativo e strutturati come un modello precompilato mediante i sistemi informatici dell'Intermediario; dalle informazioni raccolte in tale sede – soprattutto con riguardo alla madre, all'epoca dei fatti già pensionata – l'Intermediario avrebbe dovuto far derivare, in relazione all'operazione oggetto del ricorso, un giudizio di non adeguatezza, atteso che nessuna delle due clienti aveva conseguito titoli di studio in ambiti economico-finanziari, né avevano svolto professioni in tali ambiti, e, alla domanda "Quante operazioni finanziarie ha effettuato negli ultimi 18 mesi?", rispondevano meno di 5; la madre della Ricorrente, poi, dichiarava un reddito annuo netto inferiore a euro 15.000,00 e, quindi, una limitata capacità finanziaria; quindi, le clienti difettavano dell'esperienza e della conoscenza necessarie per far ritenere adeguato l'investimento che veniva loro suggerito.

I questionari somministrati sarebbero, peraltro, del tutto inveritieri nel loro portato informativo, atteso che in essi l'Intermediario "flaggava" positivamente tutte le domande relative a conoscenza ed esperienza in strumenti finanziari, del tutto incoerentemente con quanto sopra riportato.

Ed ancora, in chiusura, lamenta la Ricorrente che non sarebbe stata effettuata neppure una effettiva valutazione di appropriatezza.

Si rivolge, quindi, conclusivamente a quest'Arbitro affinché accerti la responsabilità del Resistente per i danni arrecati, a seguito della violazione della normativa di settore e, per l'effetto, ordini la risoluzione degli ordini di acquisto e/o il risarcimento, in favore della Ricorrente, dei danni subiti a causa dell'operatività oggetto del ricorso, pari a euro 205.057,43, oltre ad interessi legali e rivalutazione monetaria.

**3.** L'Intermediario si è costituito regolarmente, anzitutto precisando in fatto come la odierna Ricorrente e la di lei madre abbiano validamente sottoscritto, in data 1° marzo 2019, un contratto quadro cointestato per la prestazione dei servizi di investimento, contestualmente individuando nella Ricorrente medesima il c.d. "cointestatario leader".

Con il questionario di profilatura del 12 maggio 2021, sempre alla Ricorrente veniva attribuito una classe di merito "05 – alta", e ciò sia quanto al profilo relativo al livello di esperienza e conoscenza in materia finanziaria, e ciò in regime di appropriatezza, sia quanto a obiettivi d'investimento e, dunque, quanto all'adeguatezza.

Le risposte al tempo rese dall'odierna controparte, prosegue parte resistente, erano in linea con la pregressa operatività dato che, nel corso del rapporto, essa aveva eseguito numerose operazioni di acquisto di azioni, obbligazioni, quote di fondi di investimento e azioni di SICAV.

L'operazione contestata si sarebbe, dunque, posta nel solco della pregressa operatività e sarebbe stata decisa dalla Ricorrente "*di propria esclusiva iniziativa e senza alcuna raccomandazione della Banca*" ed all'esito della valutazione di adeguatezza effettuata.

Aggiunge l'Intermediario come in data 18 aprile 2023 la Ricorrente abbia disposto il trasferimento delle obbligazioni di cui trattasi presso altro intermediario, estinguendo i rapporti e come solo a partire dal mese di ottobre 2023 l'emittente abbia cessato i pagamenti in ragione della sua sottoposizione a una procedura di salvaguardia accelerata approvata dal Tribunal de Commerce di Parigi e, successivamente, a un piano di ristrutturazione.

L'Intermediario eccepisce, poi, l'inammissibilità della domanda di risoluzione degli ordini di acquisto sia in quanto, avendo essa natura costitutiva, si porrebbe al di fuori della competenza dell'Arbitro, sia in quanto a poter essere risolto sarebbe solo, a tutto voler concedere, il contratto a monte e non i singoli ordini di acquisto che rappresentano mere istruzioni impartite in esecuzione di quel contratto.

Eccepisce, altresì, l'inammissibilità della domanda risarcitoria in quanto le obbligazioni – per quanto a conoscenza dell'Intermediario – sarebbero ancora nella titolarità della Ricorrente, di talché il danno non sarebbe attuale, non potendosi escludere, benché la situazione finanziaria dell'emittente presenti profili di criticità, che possano pervenire alla Ricorrente rimborsi parziali o proventi.

Ad ogni buon conto, parte resistente eccepisce la stessa fondatezza nel merito delle doglianze avanzate da controparte, dato che si è trattato di operazione autonomamente individuata dalla Ricorrente sul che, dunque, doveva focalizzarsi l'attenzione in sede di verifica di adeguatezza.

Circa, poi, la supposta inattendibilità dei questionari di profilatura, eccepisce l'Intermediario che, apponendo la firma in calce al documento, la cliente ha comunque confermato l'esattezza e la rispondenza al vero delle risposte ivi fornite, mai revocate in dubbio fino alla presentazione del reclamo.

Quanto alla struttura del questionario, a detta dell'Intermediario esso risulta in linea con gli orientamenti ESMA e non di tenore autovalutativo, tutt'altro che generico, contenendo anzi specifiche domande sulla conoscenza dei titoli obbligazionari, anche di natura subordinata.

Quanto alla valutazione di adeguatezza, essa è stata effettivamente svolta al momento dell'investimento controverso, dando un esito di segno positivo, stanti le risposte fornite in sede di profilatura, la pregressa operatività della Ricorrente e la relativa situazione patrimoniale complessiva.

Quanto alle doglianze relative alla presunta violazione degli obblighi di informativa attiva, l'Intermediario fa presente che, prima della conclusione dell'operazione, sono state fornite alla Ricorrente tutte le informazioni relative ai rischi e alle caratteristiche delle obbligazioni, in relazione al servizio prestato, ricostruito in termini di mera esecuzione di ordini di acquisto sul mercato secondario per conto della cliente, al di fuori di qualsiasi servizio di consulenza, come confermato anche dal fatto che il titolo non era presente nel catalogo dei prodotti in consulenza, e il Resistente perciò mai avrebbe potuto raccomandarlo. Da ciò discenderebbe, a suo dire, una minore pervasività degli obblighi informativi, che sono stati comunque adempiuti con riguardo alle principali caratteristiche del titolo e al rischio emittente, anche attraverso la consegna della scheda-prodotto al momento del conferimento dell'ordine, generata e stampata contestualmente al modulo d'ordine in data 13 maggio 2021, e che recava chiaramente costi ed oneri dell'operazione, come esplicitato dal rinvio ad essa contenuto nel modulo d'ordine.

Specificamente nella scheda prodotto si dava atto del rischio di liquidabilità (nonostante si trattasse di un titolo quotato), di un rischio di mercato "alto", di un rischio di credito "medio", di una complessità "bassa", degli ipotetici scenari di rendimento, e, infine, che "L'obbligazione è emessa da società soggetta a rischio fallimento".

Quanto alle ulteriori contestazioni sollevate da controparte rileva, ancora, l'Intermediario che:

- in relazione agli obblighi di informativa *on going*, sono sempre state trasmesse alla Cliente le rendicontazioni periodiche contenenti la valorizzazione dell'investimento, nonché un *report* annuale di analisi del

portafoglio complessivo detenuto dalle clienti, in conformità con quanto previsto dal contratto e dalla normativa di riferimento, non sussistendo, al contrario, un obbligo di costante monitoraggio dell'andamento del titolo;

- in relazione all'obbligo di *best execution*, in occasione della sottoscrizione del contratto quadro la Ricorrente avrebbe al contrario ricevuto e specificamente approvato la “strategia di esecuzione e trasmissione degli ordini” implementata dall'Intermediario e contenuta nell'allegato 4 al contratto.

Oltre a tutto ciò, parte resistente eccepisce anche la mancanza di prova sul nesso causale e, in ogni caso, la quantificazione del danno proposta da controparte, dovendo in ogni caso essere dedotto il controvalore dei titoli ancora nel portafoglio della cliente e ogni altra utilità che questa possa ottenere, oltre all'importo delle cedole percepite di euro 15.583,17.

Non potrebbe, inoltre, non farsi applicazione anche dell'art. 1225 cod. civ. che esclude la risarcibilità del danno imprevedibile e dell'art. 1227, comma 1 o comma 2, cod. civ. in tema di concorso di colpa, avendo la Ricorrente contribuito a causare o comunque ad aggravare il danno per avere operato di propria iniziativa ed avere confermato l'acquisto anche dopo aver ricevuto la scheda prodotto che illustrava chiaramente la situazione dell'emittente “a rischio fallimento”.

Conclude, comunque, l'Intermediario chiedendo il rigetto integrale delle domande formulate dalla odierna Ricorrente, in quanto inammissibili e comunque infondate nel merito.

**4.** In sede di repliche la Ricorrente contesta l'asserita assenza di un rapporto consulenziale, peraltro previsto dal contratto quadro.

Ritiene, poi, che l'Intermediario non abbia congruamente provato, con la documentazione allegata, l'adempimento degli obblighi di informativa attiva (anche perché la scheda prodotto non reca la firma delle clienti e non vi è prova che sia stata visionata).

Esclude, poi, il proprio concorso causale nella produzione del danno, sostenendo che la carenza informativa, sia al momento dell'acquisto sia nel corso del rapporto consulenziale, le abbia impedito di valutare la convenienza dell'investimento e, successivamente, l'opportunità di una pronta dismissione, determinando un'errata percezione del rischio e precludendole decisioni consapevoli.

Contesta, ancora, la presunta assenza di un obbligo di monitoraggio periodico dello strumento ed afferma di non avere mai ricevuto gli estratti conto titoli e i rendiconti annuali di portafoglio con cui l'Intermediario intenderebbe provare l'assolvimento dei suoi obblighi di informativa *on going*.

Quanto, poi, all'eccepta inattualità del danno e alla possibilità di percepire proventi in futuro, la Ricorrente obietta che si tratta di mere ipotesi, peraltro decisamente lontane nel tempo.

Insiste, ancora, nel contestare il mancato effettivo svolgimento di una valutazione di adeguatezza sugli strumenti in lite e sulla circostanza che mancherebbe anche la sola valutazione di appropriatezza, all'uopo evocando la giurisprudenza di legittimità, secondo cui nessuna pregressa esperienza o propensione al rischio può fungere da esimente rispetto agli obblighi informativi, atteso che l'Intermediario è tenuto a fornire un set informativo completo ed esaustivo sul quale il cliente può fare affidamento.

Insiste in conclusione per l'accoglimento del ricorso.

5. Nelle repliche finali, l'Intermediario ribadisce, anzitutto, che l'operazione oggetto di contestazione non è stata da lui raccomandata, bensì conclusa dalla Ricorrente di propria iniziativa.

Quanto all'adeguatezza delle obbligazioni rispetto al profilo di rischio dell'investitrice, essa è comprovata dalle risposte fornite dalla medesima in sede di profilatura e dal conseguente profilo alla stessa attribuito, avvalorato dalla pregressa operatività realizzata e dal portafoglio detenuto.

Quanto all'adempimento degli obblighi informativi, l'Intermediario ribadisce che la Ricorrente ha debitamente sottoscritto il modulo d'ordine, cui era allegata (ed espressamente richiamata) la scheda prodotto del titolo.

Da ultimo, relativamente all'assolvimento degli obblighi informativi in costanza di rapporto, qualifica come non credibile il fatto che la Ricorrente non abbia mai ricevuto la rendicontazione periodica, circostanza peraltro sollevata per la prima volta solo al momento della contestazione dell'operazione, conclusivamente insiste per il rigetto del ricorso.

### **DIRITTO**

Stanti le complessive evidenze istruttorie, ad avviso di quest'Arbitro il ricorso merita accoglimento per le ragioni che si vanno di seguito a esporre.

La controversia attiene, come detto, alla contestata responsabilità dell'Intermediario per non avere adempiuto agli obblighi di informativa attiva e passiva prima dell'operazione di acquisto dei titoli obbligazionari di cui trattasi e, poi, anche nel corso del rapporto, così impedendo alla Ricorrente di effettuare scelte consapevoli e rendendosi responsabile, dunque, del danno cagionato.

Ebbene, quanto alle domande avanzate da parte attrice, va subito qualificata come non accoglibile quella di risoluzione, stante che, per consolidato orientamento ACF, l'inadempimento da parte dell'intermediario prestatore dei servizi di obblighi di informativa nella fase precontrattuale ne può determinare la responsabilità in termini di risarcimento del danno ma non può essere causa di risoluzione delle operazioni di investimento, collocandosi l'eventuale comportamento violativo in una fase antecedente alla conclusione del rapporto dispositivo (*cf. ex multis*, in questo stesso senso, decisione ACF n. 7947 del 9 aprile 2025).

Quanto alla domanda risarcitoria valgono le considerazioni che seguono.

Deve premettersi che la odierna Ricorrente (insieme alla di lei madre, poi deceduta) il 13 maggio 2021 investiva, nelle obbligazioni oggetto di ricorso, nominali euro

200.000,00 con ordine conferito su modulo cartaceo, per un controvalore complessivo di euro 205.057,43, compresi oneri commissionali per euro 1.117,60. Sempre la Ricorrente, poi, percepiva cedole a valere sullo strumento per complessivi euro 15.583,17.

Le parti non concordano circa le modalità con cui la Ricorrente e la di lei madre sarebbero pervenute all'acquisto delle obbligazioni in parola, sostenendo parte Ricorrente che ciò sarebbe accaduto su suggerimento dell'Intermediario, nell'ambito di un rapporto di consulenza disciplinato dal contratto quadro in essere, laddove l'Intermediario afferma che l'operazione sarebbe stata il frutto di un'autonoma iniziativa della Cliente, come confermerebbe il fatto che le obbligazioni in parola non comparirebbero nell'elenco dei titoli trattati, appunto, in consulenza dal Resistente medesimo.

Ora, dalla documentazione versta in atti non si traggono decisivi elementi in un senso, ovvero nell'altro. Il modulo d'ordine reca, tuttavia, traccia di una quantomeno condivisione della scelta di investimento, né l'Intermediario ha fornito argomenti per escludere che vi sia stata una consulenza di mero fatto, ovvero per provare di avere adottato idonei presidi volti a scongiurare un tale rischio e, quindi, di avere agito con la specifica diligenza richiesta dall'art. 23, comma 6, del TUF.

In ogni caso, quanto al profilo dell'investitrice, come desumibile dal questionario MiFID somministrato prima dell'effettuazione dell'investimento controverso, alla stessa risulta essere stata assegnata una classe di merito pari a "05 - Alta" che, in base all'entità del patrimonio investito (circa euro 800.000,00) e relativo riparto (euro 200.000,00 in fondi comuni di investimento, poco più di euro 200.000,00 in obbligazioni, tra cui quelle in contestazione, e circa euro 400.000,00 in Sicav) non appare, *prima facie*, potersi qualificare come irragionevole. E tuttavia, non è dato evincere dalle difese dell'Intermediario quale sia stato il contributo valutativo dell'operazione concretamente reso dal suo consulente in occasione del contatto intercorso con la Cliente, né e soprattutto quali siano stati gli eventuali *warning* messi

a disposizione della stessa, così da consentirle di pervenire ad una scelta effettivamente informata, *a fortiori* ove si considerino entità dell'investimento e caratteristiche dello stesso, oltre che dell'emittente.

Può a ciò aggiungersi che benché l'Intermediario abbia sostenuto di avere puntualmente informato la Cliente sui rischi connessi all'investimento e, segnatamente, sul rischio di fallimento dell'emittente, quel che appare rilevante in questa sede è che (i) nel modulo d'ordine non è presente alcun richiamo alla effettiva consegna e/o presa visione della scheda prodotto e che (ii) non risultano sottoscrizioni in tal senso da parte dell'investitrice, di talché non può che concludersi nel senso che l'odierno Resistente non abbia fornito idonea prova circa l'effettivo adempimento degli obblighi di informativa prescritti dalla normativa di settore.

Trattasi, quelli sopra segnalati, di elementi di criticità che per la loro rilevanza devono ritenersi assorbenti di ogni altro profilo valutativo, radicando in sé la responsabilità dell'Intermediario sotto il profilo risarcitorio.

Venendo, allora, alla quantificazione del danno occorso, pur volendosi ritenere che le obbligazioni di che trattasi siano tuttora nella titolarità della odierna Ricorrente – come adombra l'Intermediario resistente – quel che appare in questa sede dirimente è che le vicende che hanno interessato l'emittente e i titoli (la prima, destinataria nel 2023 di un doppio declassamento da parte dell'agenzia Moody's, mentre i titoli sono stati oggetto di sospensione nell'agosto del 2023 per decisione del Tribunal de Commerce di Parigi, poi cancellati e convertiti in azioni il 27 marzo 2024) unite al fatto che dal giugno 2023 non risultano scambi, conducono all'ovvia conclusione che la Ricorrente non si sarebbe potuta in ogni caso attivare nel senso di tentare di venderle all'epoca e poi che, a tutt'oggi, il valore delle azioni risultate dalla conversione sia del tutto teorico e comunque trascurabile; il che portano conclusivamente a quantificare il danno occorso quale differenza tra il controvalore iniziale dell'investimento (euro 205.057,43) e le cedole percepite (euro 15.577,17), ammontando quindi a euro 189.480,26, oltre a rivalutazione e interessi.

### **PQM**

Il Collegio, in accoglimento del ricorso per quanto e nei termini sopra specificati, dichiara l'Intermediario tenuto a corrispondere alla Ricorrente, a titolo risarcitorio, la somma complessiva rivalutata di euro 225.292,03, per i titoli di cui in narrativa, 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, modificato con delibera n. 21867 del 26 maggio 2021.

L'Intermediario è tenuto a versare alla Consob la somma di euro 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](http://www.acf.consob.it), sezione "Intermediari".

Il Presidente