



Decisione n. [REDACTED] del 14 luglio 2026

ARBITRO PER LE CONTROVERSIE FINANZIARIE

Il Collegio

composto da:

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

Relatore: Prof. Avv. [REDACTED]

nella seduta del 25 giugno 2026, in relazione al ricorso n. 12195, presentato dal Sig. [REDACTED] (nel seguito “Parte Ricorrente” o “il Ricorrente”) nei confronti di [REDACTED] (di seguito “l’Intermediario”, “il Resistente” o “la Banca”) dopo aver esaminato la documentazione in atti, ha pronunciato la seguente decisione.

FATTO

1. La controversia concerne il tema del contestato non corretto adempimento da parte dell’Intermediario degli obblighi inerenti alla prestazione di servizi di investimento, in particolare sotto il profilo della inosservanza dei requisiti di forma del contratto quadro, della mancanza dell’ordine, nonché della violazione

degli obblighi informativi, preventivi e successivi, oltre che delle regole in materia di valutazione di appropriatezza.

Dopo aver presentato reclamo in data 24 aprile 2025, cui l'Intermediario ha dato riscontro il successivo 29 aprile 2025 in modo ritenuto insoddisfacente, il Ricorrente, tramite l'assistenza di un procuratore, si è rivolto all'Arbitro per le Controversie Finanziarie rappresentando quanto segue.

Il Ricorrente espone che, in data 4 novembre 2015, per il tramite dell'Intermediario qui convenuto, effettuava l'acquisto di obbligazioni "OI Brasil Holdings 21 5,625%" (ISIN XS1245244402) (di seguito anche "le Obbligazioni"), emesse da OI Brasil Holdings Coöperatief UA, per un valore nominale di euro 200.000. Per effetto di tale investimento, il cliente subiva una perdita di euro 152.068,04, pari al controvalore effettivo dell'operazione.

Ebbene, il Ricorrente contesta all'Intermediario la violazione degli obblighi informativi preventivi, essendo stata l'operazione eseguita in assenza di qualsivoglia informazione sulla natura, sulle caratteristiche, sulla provenienza e sul rischio insito nelle Obbligazioni. Il Ricorrente lamenta, nello specifico, la mancata indicazione da parte dell'Intermediario che si trattava di un'obbligazione strutturata che incorporava una duplice opzione (di tipo "*call*", esercitabile dall'emittente, e di tipo "*put*", esercitabile dal cliente a determinate condizioni e che aveva, oltretutto, concorso alla formazione del prezzo corrisposto per l'acquisto), caratteristiche che rendevano i titoli in questione strumenti di natura complessa, la cui distribuzione alla clientela *retail* richiedeva il rilascio di un'informativa maggiormente dettagliata e puntuale; ed inoltre che i titoli erano interessati da notevoli problemi di liquidità, tanto che essi – alla data di acquisto – presentavano un *Bid-Ask spread* oltre 131 volte superiore a quello dei titoli di Stato italiani e che, pertanto, non avrebbero potuto essere considerati come prodotti liquidi.

Il Ricorrente contesta, inoltre, all'Intermediario sia la violazione degli obblighi informativi anche in epoca successiva all'investimento, non essendogli state fornite le dovute informazioni sull'andamento degli strumenti finanziari nel tempo; sia la violazione delle regole in materia di valutazione di appropriatezza e

profilatura, poiché l'operazione in lite sarebbe stata eseguita dalla Banca senza aver prima raccolto informazioni sul conto del Ricorrente, tramite il questionario MiFID, e senza averlo reso edotto del fatto che l'assenza di tali informazioni avrebbe determinato l'impossibilità di formulare un giudizio di appropriatezza dell'operazione. Ad avviso del Ricorrente, qualora la Banca avesse provveduto ad effettuare una valida profilatura e, sulla base di essa, una valutazione di appropriatezza, sarebbe presumibilmente pervenuta ad un giudizio di non appropriatezza dell'operazione contestata, in quanto egli, in possesso della sola licenza di scuola media inferiore, non aveva mai conseguito titoli di studio afferenti all'ambito economico-finanziario e, essendo di professione una guardia giurata, non svolgeva (né aveva mai svolto) professioni attinenti al settore degli investimenti e, pertanto, difettava delle conoscenze ed esperienze necessarie per sottoscrivere un prodotto del genere che, peraltro, costituiva circa l'81% del patrimonio a sua disposizione; ed ancora, parte attrice contesta la nullità dell'operazione in quanto asseritamente posta in essere in assenza di un valido contratto quadro a monte, nonché in mancanza di un ordine impartito nelle forme previste (cartacea, telefonica registrata, o telematica certificata), da cui discenderebbe la relativa nullità anche per indeterminatezza dell'oggetto ai sensi degli artt. 1325, 1346 e 1418 c.c..

Alla luce di quanto sopra, il Ricorrente chiede all'ACF, in via principale, 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, quantificati in euro 152.068,04, oltre ad interessi legali e rivalutazione monetaria. In via principale e alternativa, il Ricorrente chiede di accertare la nullità dell'operazione contestata, nonché la violazione della normativa di settore e, per l'effetto, dichiarare la Banca tenuta alla restituzione e/o al risarcimento del danno per un importo pari a euro 152.068,04, oltre ad interessi legali e rivalutazione monetaria.

2. L'Intermediario, costituitosi tempestivamente chiedendo il rigetto del ricorso in quanto ritenuto infondato, precisa anzitutto che il cliente odierno Ricorrente ha sottoscritto nel 2014 il contratto quadro, all'uopo avvalendosi di una "formula"

dedicata ai clienti che sceglievano di gestire i propri rapporti in autonomia ed esclusivamente *on-line*, accedendo ai servizi direttamente tramite *web*, con consegna di tutta la documentazione precontrattuale, tra cui anche l'informativa generale sui principali rischi degli strumenti finanziari e, tra questi, sul rischio emittente.

La Banca fa presente che, contrariamente a quanto sostenuto dal Ricorrente, quest'ultimo è stato profilato mediante la compilazione di appositi questionari da cui emergeva una solida conoscenza in materia di strumenti finanziari.

Riguardo allo specifico acquisto contestato, l'Intermediario sottolinea che il relativo ordine – al pari di tutte le operazioni poste in essere dal Ricorrente – è stato impartito direttamente dal cliente *on-line* in regime di “ricezione e trasmissione ordine” e che tale servizio richiede la sola valutazione di appropriatezza compiuta, nella fattispecie, con esito positivo. In proposito, la Banca segnala che non è semplice, in caso di esito positivo della valutazione di appropriatezza, fornire prova documentale dell'effettivo svolgimento di tale verifica, in quanto la piattaforma di *trading on-line* restituisce un segnale di *alert* (nel caso specifico, un *pop-up*) solo in presenza di un tentativo di acquisto di un prodotto non appropriato, mentre nel caso di acquisto appropriato il sistema non rilascia alcun *feedback*. Ad ogni buon conto, il Resistente allega un file in formato excel dal quale, relativamente al prodotto contestato, si evince che nella colonna AE intitolata “Messaggio appropriatezza” è riportata la lettera “N” che certifica, appunto, l'assenza di messaggi in considerazione del fatto che l'operazione era appropriata.

Con riferimento all'asserita violazione degli obblighi informativi preventivi, il Resistente sostiene – in via generale – che il proprio sito non propone titoli alla clientela, ma è piuttosto il cliente che, per poter operare, deve conoscere l'ISIN e/o la descrizione del titolo e inserire tali elementi in appositi campi. Sostiene, quindi, che un cliente che opera autonomamente tramite un servizio di *trading on-line* come il suo non può non avere ricercato informazioni sullo strumento e sull'emittente, previa un'attività informativa. L'Intermediario sostiene, inoltre, che – nel caso di specie – la consegna del prospetto dell'Obbligazione non era

obbligatoria, avendo il Ricorrente acquistato il titolo sul mercato e non in fase di collocamento, e che tale documentazione poteva, in ogni caso, essere scaricata dal cliente accedendo al sito dell'emittente. A parere della Banca, la circostanza che il Ricorrente fosse consapevole dell'elevata rischiosità delle Obbligazioni è desumibile dal prezzo sotto la pari dell'operazione (74,48) nonché dal tasso fisso nominale del 5,625% laddove, all'epoca, BTP con scadenze analoghe promettevano rendimenti lordi attorno all'1%.

L'Intermediario segnala che il Ricorrente – prima dell'operazione contestata – aveva già acquistato una prima *tranche* dei medesimi titoli per poi rivenderla pochi giorni dopo con un chiaro intento speculativo e che quindi, con ogni probabilità, la decisione del cliente di porre in essere – trascorsi 10 giorni appena – l'acquisto dedotto in lite era stata determinata dalla speranza di poter ottenere una plusvalenza, come accaduto in precedenza, salvo poi decidere – non avendo i titoli espresso, di lì in avanti, segno positivo – di mantenerli in portafoglio fino al 2018, aspettando un rimbalzo che non vi è mai stato.

L'Intermediario rileva, altresì, che dagli estratti del conto titoli emerge che il Ricorrente era solito operare quotidianamente tramite *trading on-line*, anche su altri strumenti assimilabili alla categoria di rischio delle Obbligazioni, effettuando frequenti operazioni anche *intraday* finalizzate al *trading* speculativo, con ciò attestando la sua volontà di investire in strumenti con rendimenti elevati, indipendentemente dal rischio sottostante. Ad avviso della Banca, quand'anche dovesse ritenersi non adempiuto un qualche obbligo informativo o comportamentale, in ogni caso difetterebbe il relativo nesso causale rispetto al danno lamentato da controparte, in quanto pienamente consapevole delle caratteristiche degli strumenti finanziari di cui stava disponendo l'acquisto.

Infine, l'Intermediario ritiene che, anche ammettendo che il Ricorrente non fosse consapevole dei rischi al momento dell'acquisto, egli avrebbe potuto e dovuto rendersene conto quantomeno successivamente e procedere al relativo disinvestimento, in assenza di impedimenti giuridici e di fatto. Al riguardo, la Banca osserva che, già nel dicembre 2015, le Obbligazioni perdevano il 33% e, al 31 dicembre dell'anno successivo, registravano un'ulteriore perdita, ma –

ciononostante – il Ricorrente ha mantenuto in portafoglio l’investimento fino al suo azzeramento. Ad avviso del Resistente, ciò integrerebbe un concorso di colpa del Ricorrente ai sensi dell’art. 1227 c.c.

3. Nelle deduzioni integrative, il Ricorrente - ribadendo quanto in precedenza argomentato - osserva che l’Intermediario non ha fornito, a ben vedere, alcuna prova concreta del corretto adempimento degli obblighi informativi, avendo esso incentrato la propria difesa sulla circostanza che l’ordine era stato disposto autonomamente dal cliente tramite la piattaforma di *trading on-line*, ma omettendo di considerare che l’utilizzo del canale telematico non comporta un affievolimento del livello di tutela dell’investitore e che, pertanto, esso avrebbe dovuto – comunque – assicurare un’informativa completa, chiara e preventiva sull’investimento e adottare adeguati presidi informatici, quali *pop-up* bloccanti e *alert*, idonei a garantire che il cliente prendesse visione del *set* informativo prima di impartire l’ordine, di cui – invece – non ha fornito alcuna dimostrazione

Il Resistente non ha neppure versato in atti l’informativa sui rischi, asseritamente ricompresa tra la documentazione consegnatagli in sede di sottoscrizione del contratto quadro, che, in ogni caso, non ha nulla a che vedere con gli obblighi di informazione attiva a cui sono tenuti gli intermediari al momento di ogni singola operazione e che devono riguardare i rischi specifici dei singoli investimenti volta per volta effettuati; la circostanza che egli fosse consapevole della rischiosità dei titoli non può essere desunta, come vorrebbe l’Intermediario, dal prezzo di acquisto e dal rendimento delle Obbligazioni, in quanto proprio la carenza di informazioni al momento dell’acquisto ha precluso qualsivoglia valutazione da parte sua, prima, rispetto alla convenienza di investire e, poi, rispetto all’opportunità di procedere al disinvestimento.

Inoltre, dalla documentazione prodotta da controparte, non risulta che sia mai stata fornita la dovuta valutazione di appropriatezza, non potendosi – al riguardo – attribuire valenza probatoria né al *file excel* prodotto, in quanto suscettibile di modifiche, né ai *log* versati in atti, in quanto privi di firma digitale, di marcatura temporale e di un’attestazione di un funzionario in ordine alle modalità di estrazione.

Oltre ciò, in ragione dell'eccesso di concentrazione nell'investimento, la Banca avrebbe dovuto ritenere l'operazione comunque non appropriata e sconsigliarne l'effettuazione, né nessuna pregressa esperienza o dichiarata propensione al rischio del cliente può essere richiamata come giustificazione per la mancata fornitura delle dovute informazioni, in quanto anche il cliente "*esperto*" conserva il diritto ad essere adeguatamente informato sulle operazioni finanziarie da autorizzare e gli intermediari sono tenuti a fornire un *set* informativo completo ed esaustivo, a prescindere da un eventuale approccio speculativo e anche se egli abbia già in precedenza avallato acquisti ugualmente rischiosi.

4. Nella memoria di replica finale l'Intermediario insiste nel richiedere il rigetto del ricorso e deduce il tentativo delle difese del Ricorrente di orientare l'attenzione del Collegio su presunte omissioni formali, per sviare lo "sguardo" dal nodo centrale della questione, rappresentato dal fatto che questi era, al tempo dei fatti, un investitore evoluto, capace di gestire in piena autonomia un numero elevato di transazioni, tutte accomunate da una chiara finalità speculativa.

Insomma, al di là degli aspetti qualificati come meramente formalistici della vicenda, l'operatività in concreto posta in essere dal Ricorrente smentisce la prospettazione secondo cui, laddove avesse ricevuto una completa informativa preventiva attraverso dei *pop up* o altre tecniche informatiche e avesse, dunque, acquisito contezza della rischiosità dei titoli, egli avrebbe desistito dall'acquistare i predetti titoli obbligazionari e accredita – piuttosto – la tesi che egli sapesse perfettamente ciò che faceva dal momento che ogni investimento da lui effettuato risultava caratterizzato da chiari intenti speculativi, comprese analoghe operazioni di acquisto e vendita poste in essere nei giorni precedenti anche sui medesimi prodotti oggetto di contestazione.

DIRITTO

1. Le risultanze in atti consentono di esprimere le considerazioni che seguono.

La domanda di nullità dell'operazione per contestata mancanza di un valido contratto quadro non può ritenersi fondata, essendo presente in atti modulistica, regolarmente sottoscritta dal Ricorrente in data 18 febbraio 2014, in cui egli

dichiara di volersi avvalere dei servizi di investimento forniti dall'Intermediario (segnatamente, i servizi di esecuzione di ordini, di ricezione e trasmissione di ordini e mediazione, di negoziazione in contropartita diretta, di sottoscrizione e collocamento), acquisendo poi le condizioni generali per la prestazione di tali servizi, lette, confermate e sottoscritte per accettazione in data 10 marzo 2014.

La contestazione di nullità dell'operazione non può ritenersi fondata neppure sotto il diverso profilo dell'inidoneità formale del relativo ordine di acquisto. Come più volte evidenziato dal Collegio, la mancata prova di un ordine impartito per iscritto o in altre forme non può ritenersi di per sé sola sufficiente per giungere all'eventuale declaratoria di nullità dello stesso, atteso che il requisito di forma scritta richiesta a pena di nullità dall'art. 23 del TUF si riferisce al contratto per la prestazione dei servizi di investimento (contratto quadro) e non anche alle singole operazioni di investimento, per le quali la legge non contempla requisiti di forma a pena di nullità; ciò a meno che non siano le stesse parti, nel contratto, a prevedere che gli ordini debbano essere impartiti per iscritto o in altra forma a pena di nullità (*cfr.* di recente Decisione ACF n. 8331 del 16 gennaio 2026). Nel caso di specie, oltretutto, le condizioni generali di contratto sottoscritte dal Ricorrente in data 10 marzo 2014 prevedevano che gli ordini potevano essere impartiti tramite il sito ovvero mediante altre modalità e tecniche di comunicazione a distanza rese disponibili e risulta pacifico che l'ordine in questione è stato impartito tramite canale *on-line*. L'Intermediario ha, inoltre, prodotto le estrazioni informatiche di detto ordine da cui si evincono la data e l'ora dell'ordine, l'ISIN dello strumento, il mercato, il segno dell'operazione, la quantità e il prezzo inseriti nonché la data, l'ora, la quantità e il prezzo di esecuzione dell'operazione, il che fornisce prova del conferimento dell'ordine ed esclude che esso sia stato caratterizzato – come sostenuto dal Ricorrente – da indeterminatezza del relativo oggetto.

2. Passando ai rilievi formulati in ordine all'osservanza delle regole di condotta, l'operato dell'Intermediario risulta, invece, censurabile per i motivi di seguito esposti.

Va, anzitutto, ricordato che – come da orientamento costante di questo Collegio – la sola consegna dell’informativa generale sui principali rischi degli strumenti finanziari non esaurisce l’intera gamma degli obblighi di informazione attiva previsti dalla disciplina di settore, essendo gli intermediari altresì tenuti a fornire agli investitori informazioni concrete e specifiche in occasione dei singoli investimenti posti in essere, e non solo quelle generali e standardizzate contenute nella documentazione consegnata al momento della sottoscrizione del contratto quadro (*cfr.* Decisione ACF n. 8545 del 3 giugno 2026).

Nel caso di specie l’Intermediario incentra la propria difesa sull’argomentazione secondo cui, in presenza di un cliente che – come nel caso di specie – era solito operare autonomamente *on-line*, non può che assumersi che egli disponesse autonomamente delle informazioni sullo strumento e sull’emittente.

Trattasi, tuttavia, di argomento che si pone in evidente contrasto con il quadro normativo di riferimento, con consolidati orientamenti giurisprudenziali ed anche con l’altrettanto consolidato orientamento ACF, secondo cui la circostanza che il cliente si avvalga di strumenti telematici per disporre in autonomia le operazioni di investimento non può avere tra i suoi effetti quello di giustificare un abbassamento della soglia di tutela e non esonera, in ogni caso, l’intermediario dal fornire all’investitore un *set* informativo coerente con la normativa di settore (*cfr.* tra le numerosissime, di recente, Decisione ACF n. 8491 del 26 aprile 2026).

Alla stregua di ciò, nel caso in esame l’Intermediario avrebbe, quindi, dovuto dimostrare – a supporto della correttezza del proprio operato – di avere assolto gli obblighi informativi con modalità che possano essere considerate come equivalenti a quelle a supporto di un servizio erogato “in presenza”, ovvero sia con modalità che possano ritenersi equiparabili, sotto il profilo sostanziale, quantomeno alla consegna materiale al cliente del documento informativo relativo allo specifico investimento; tuttavia evidenze in tale senso non sono, come detto, congruamente ricavabili né dalla tracciatura informatica dell’ordine, né da altri documenti versati in atti.

Risulta, invece, infondata la contestazione relativa alla violazione di obblighi informativi per avere l’Intermediario omissso, in corso di rapporto, di informare il

Ricorrente sull'andamento dell'investimento. In proposito, è stato reiteratamente affermato da quest'Arbitro che obblighi informativi in corso di rapporto che presuppongano un monitoraggio continuo degli investimenti non possono ritenersi in via generale sussistenti in capo all'intermediario sulla base dell'art. 21 del TUF, ma possono semmai derivare da particolari caratteristiche del prodotto o discendere dalla tipologia di servizio prestato (come nella gestione di portafogli e nella consulenza), così come pattiziamente regolato tra le parti (*cf.* Decisione ACF n. 8168 del 17 settembre 2025). Tali circostanze non ricorrono nel caso di specie, in cui il contratto quadro stipulato tra le parti escludeva espressamente la prestazione del servizio di consulenza ed è pacifico che l'operazione contestata è stata realizzata *on-line*, su autonoma iniziativa del cliente, nell'ambito del servizio di ricezione e trasmissione di ordini. Va, in ogni caso, rilevato che sono presenti in atti le rendicontazioni relative al periodo 31 dicembre 2014 – 30 settembre 2018, tramite le quali il Ricorrente è stato periodicamente informato circa l'andamento, tra gli altri, del titolo dedotto in lite.

Censurabile si presenta nel caso di specie l'operato dell'Intermediario anche con riguardo alla prescritta valutazione di appropriatezza. Infatti, dalla tracciatura informatica dell'ordine non è possibile – per stessa ammissione dell'Intermediario – dedurre con la necessaria univocità che una tale verifica sia stata effettivamente svolta. Inoltre, il questionario di profilatura rilevante nel caso in esame, vale a dire quello del 14 maggio 2015, risulta decisamente scarno sotto il profilo rappresentativo e reca dichiarazioni dal tenore spiccatamente autovalutativo che, in ogni caso, restituiscono il profilo di un investitore che aveva, comunque, una conoscenza in materia finanziaria medio-bassa, investiva occasionalmente su strumenti finanziari molto semplici per esigenze di risparmio e si informava occasionalmente sull'andamento dei mercati e sulle *news* finanziarie. Alla stregua di tali informazioni, l'esito di una valutazione di appropriatezza, ove condotta, non avrebbe che potuto avere, a giudizio di questo Collegio, un esito negativo.

In conclusione, le condotte omissive così accertate radicano la responsabilità risarcitoria dell'Intermediario, ancorché nei limiti di seguito esposti, dovendosi ritenere anche sussistente il necessario nesso causale, ove solo si consideri che la

mancata messa a disposizione dell'informativa aggiornata su titolo ed emittente e la mancata segnalazione della non appropriatezza dell'investimento hanno gravemente pregiudicato il percorso valutativo di parte attrice, impedendogli di pervenire ad una scelta d'investimento consapevolmente informata.

3. Relativamente al *quantum*, questo Collegio ritiene configurabile il concorso di colpa del Ricorrente per non avere egli, pur dopo aver appreso tramite i rendiconti il rilevante deprezzamento dei titoli nel corso del tempo, posto in essere tempestivi comportamenti attivi per limitare l'entità della perdita che stava subendo, dismettendo i titoli, in tal modo concorrendo alla produzione del danno qui lamentato. Così ragionando, il risarcimento riconoscibile in questa sede va determinato avendo riguardo al valore dell'investimento controverso alla data del 31 dicembre 2015 allorquando, presa contezza del vistoso deprezzamento già verificatosi, il Ricorrente ben avrebbe potuto e dovuto liquidarlo tempestivamente. Conseguentemente, il *quantum* risarcitorio viene determinato in euro 59.348,04, pari alla differenza tra il capitale originariamente investito (euro 152.068,04) e il controvalore dei titoli di che trattasi alla data del 31 dicembre 2015 (euro 92.720,00), 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 al Ricorrente la somma complessiva rivalutata di euro 74.125,70, 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.

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 maggio 2016, secondo le modalità indicate nel sito istituzionale www.acf.consob.it, sezione "Intermediari".

Il Presidente