



Arbitro per le Controversie Finanziarie

Decisione n. 7375 del 23 maggio 2024

## **ARBITRO PER LE CONTROVERSIE FINANZIARIE**

### **Il Collegio**

composto dai signori

Dott. G. E. Barbuzzi - Presidente

Prof.ssa M. D. Braga - Membro

Prof. Avv. M. de Mari - Membro

Prof. Avv. F. De Santis – Membro

Prof. P. Esposito - Membro

Relatore: Prof. P. Esposito

Nella seduta del 18 aprile 2024, in relazione al ricorso n. 10680, dopo aver esaminato la documentazione in atti, ha pronunciato la seguente decisione.

### **FATTO**

*1.* La controversia sottoposta alla cognizione dell'Arbitro concerne il tema del non corretto adempimento, da parte dell'Intermediario, degli obblighi inerenti alla prestazione del servizio di consulenza, con particolare riferimento alla non corretta informativa sulle caratteristiche e la rischiosità di un investimento di tipo obbligazionario e sulla non adeguatezza/appropriatezza dell'investimento rispetto al suo profilo.

*2.* Dopo aver presentato reclamo all'Intermediario in data 20 settembre 2023, riscontrato da quest'ultimo in data 15 novembre 2023 in modo ritenuto insoddisfacente, la Ricorrente, avvalendosi dell'assistenza di un difensore, si è

rivolta all'Arbitro per le Controversie Finanziarie rappresentando di aver acquistato, in data 30 luglio 2015 e tramite l'Intermediario odierno convenuto, 50.000,00 euro di nominale di obbligazioni "*Portugal Telecom 5% 9/19*" Isin XS0462994343 (di seguito le "*Obbligazioni*") - emesse dalla società *Portugal Telecom International Finance BV* ("*Emittente*") - investimento che le ha procurato la perdita dell'intero controvalore.

Ella aggiunge di aver inoltrato all'Intermediario, in data 29 ottobre 2021, richiesta della documentazione inerente all'investimento suddetto e di aver ricevuto il successivo 8 settembre solo parte dei documenti richiesti, alla luce dei quali inviava all'Intermediario formale lettera di reclamo in data 20 settembre 2023.

In ogni caso, la Ricorrente svolge un'articolata disamina di quelle che, a suo avviso, sarebbero state le violazioni commesse dall'Intermediario di più fonti normative poste a tutela dei suoi diritti, quali il Regolamento Intermediari n. 16190/2007, gli orientamenti ESMA ed alcune specifiche comunicazioni Consob. Più in particolare, viene evidenziato che:

- al momento dell'investimento l'Intermediario non ha fornito informazioni in merito alla natura, alle caratteristiche, alla provenienza ed al rischio insito nelle Obbligazioni, negandole il diritto di poter effettuare una scelta consapevole e informata, violando così i 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 del cliente – ex art. 21, comma 1, del TUF. In particolare, non veniva consegnato alcun documento informativo specifico relativo alle Obbligazioni, così sottacendo che il titolo era uno strumento altamente rischioso. Nessuna notizia veniva resa, inoltre, in merito alle operazioni societarie che già avevano interessato l'Emittente, determinando il cambio del soggetto che avrebbe dovuto garantire la restituzione a scadenza del prestito, con conseguente aumento del rischio emittente e del rischio Paese, in spregio del disposto dell'art. 31, comma 5, del Regolamento Intermediari all'epoca vigente, né in relazione alla natura strutturata e complessa delle Obbligazioni. I titoli incorporavano, infatti, un'opzione *put* che avrebbe permesso ai possessori di rivenderli all'Emittente al valore nominale, a determinate condizioni. Inoltre, nessuna delle informazioni contenute nei documenti di

emissione all'epoca redatti (l'*Offering Circular*" contenente i "*Risk Factors*" ed il "*Final terms*" con relative "*Appendix*") veniva fornita, né tali documenti venivano resi fruibili, così sottacendo tutti i fattori di rischio legati al prodotto e all'Emittente in violazione delle previsioni inerenti l'informazione più dettagliata e puntuale da rendere in caso di distribuzione di prodotti complessi alla clientela retail prevista dalla Comunicazione Consob n. 0097996/2014. Non veniva rappresentata l'illiquidità delle Obbligazioni, né venivano osservati, in virtù di tale condizione (il "*Bid-Ask spread*" del titolo era al momento dell'acquisto di oltre 35 volte superiore a quello dei titoli di Stato liquidi), i più stringenti obblighi informativi ex ante dettati dalla Comunicazione Consob n. 9019104/2009;

- né i citati doveri possono ritenersi congruamente assolti mediante la sottoscrizione della clausola standardizzata di presa visione della documentazione informativa sui rischi degli investimenti annessa al contratto quadro;
- l'Intermediario non ha ottenuto il suo consenso in merito alle strategie di esecuzione degli ordini applicate, né l'ha informata preventivamente su costi e oneri connessi alla prestazione dei servizi erogati, applicando quindi nell'acquisto delle Obbligazioni costi e commissioni "*occulte*" per 139,591 euro derivanti, tra l'altro, dall'aver eseguito l'operazione ad un prezzo più alto rispetto a quello registrato dal mercato;
- successivamente agli acquisti, l'Intermediario non ha fornito le dovute informazioni sull'andamento degli strumenti finanziari nel tempo, per metterla così in grado di compiere scelte di investimento/disinvestimento consapevoli, né sulla richiesta di ammissione alla procedura fallimentare, effettuata dal gruppo dell'Emittente nel giugno del 2016;
- i questionari Mifid raccolti in data 16.4.2017, 18.7.2017 e 26.7.2019 non risultano idonei a garantire una corretta informativa in ordine al suo profilo e, quindi, la giusta valutazione dell'adeguatezza/appropriatezza dell'investimento che, peraltro, l'Intermediario non ha mai fornito. In particolare, tali questionari difettano di attendibilità, contengono domande generiche ed incomplete e risposte dal tenore prettamente autovalutativo e contrastanti, non essendo presenti domande specifiche sulla sua situazione patrimoniale/finanziaria, né sulle variabili che

potrebbero influenzarla (età, composizione del nucleo familiare etc.). In tale contesto, l'Intermediario avrebbe dovuto riprofilarla ed in forza del contratto di consulenza in essere (in base al quale si era sempre affidata ai consigli del consulente di riferimento ) eseguire una valutazione di adeguatezza dell'operazione, che avrebbe necessariamente condotto ad un esito negativo, data la sua condizione di pensionata, diplomata in ragioneria, che non aveva conseguito titoli di studio afferenti all'ambito economico-finanziario, né tantomeno aveva mai svolto professioni attinenti al settore degli investimenti.

Alla luce di quanto sopra la Ricorrente chiede all'Arbitro in via principale, di accertare la responsabilità dell'Intermediario, nonché la violazione della normativa di settore e, per l'effetto, di riconoscere il suo diritto ad ottenere il risarcimento dei danni subiti, pari a 51.290,52 euro, oltre ad interessi legali e rivalutazione monetaria. Chiede inoltre, in via principale e alternativa, di accertare la nullità/risoluzione dell'operazione, nonché la violazione della normativa di settore e, per l'effetto, di poter ottenere il risarcimento dei danni subiti, sempre per 51.290,52 euro, oltre ad interessi legali e rivalutazione monetaria.

3. L'Intermediario si è costituito nei termini prescritti dal Regolamento ACF, evidenzia anzitutto che la odierna Ricorrente, titolare di diversi rapporti, al momento dell'operazione in esame era da ritenersi un'investitrice esperta, anche adusa al *trading* sul mercato obbligazionario, avendo acquistato e rivenduto obbligazioni anche in un breve lasso di tempo, per massimizzarne il profitto. Riferisce che, antecedentemente a tale operazione, in data 14 maggio 2014 la Ricorrente ordinava, per uno dei conti cointestati, l'acquisto di 50.000,00 euro nominali di obbligazioni dell'Emittente di diversa emissione (Isin XS0221854200) e similmente il 1° dicembre 2014 ne acquistava un ulteriore lotto del medesimo quantitativo. Tali ultimi titoli venivano venduti il 26 maggio 2015 (considerata la flessione del controvalore a 97,05) ed in pari data veniva disposto l'acquisto di 50.000,00 euro di nominale di obbligazioni Portugal Telecom Isin XS0462994343, medesimo titolo oggi contestato, al valore di 101,5. Anche in tal caso, nel momento in cui la quotazione del titolo scendeva a 99,605, il 29 giugno 2015 veniva immediatamente ordinata la vendita, così limitando la perdita. Successivamente, in

data 30 luglio 2015, la Ricorrente, per il tramite del marito (suo procuratore), realizzava l'acquisto in lite ordinando nuovamente 50.000,00 euro di nominale delle obbligazioni vendute un mese prima; ordine che veniva eseguito al valore di 99,625. Quanto alle contestazioni di controparte, l'Intermediario si difende evidenziando, in sintesi, che:

- in relazione ai presunti inadempimenti informativi, nel corso della descritta operatività in obbligazioni dell'Emittente, fin dal primo acquisto la cliente veniva informata che trattavasi di titolo ampiamente negoziabile ma ad alto rischio, con *rating*, al tempo, BBB- per S&P e Ba2 per Moody's, riferendole anche delle problematiche note ai mercati relative all'Emittente, che esponevano il titolo ad una certa volatilità. In occasione delle successive operazioni e dell'acquisto in lite il medesimo consulente evidenziava alla cliente ed al di lei marito il declassamento del *rating* del titolo da parte di S&P (a BB+) e che si trattava, comunque, di un investimento a rischio che subiva flessioni del valore, indice dell'incertezza dei mercati sul titolo anche alla luce della situazione dell'Emittente, che risultava fortemente indebitata. Ciò trovava riscontro anche nel prezzo al quale è stato eseguito l'acquisto;
- trattandosi di ordini impartiti sul mercato secondario (e non in sede di collocamento) non sussisteva alcun obbligo di consegnare all'investitrice un prospetto o una scheda prodotto e, comunque, trattavasi di un titolo *senior* (e non certo di un prodotto strutturato complesso) e non illiquido, posto che sarebbe erroneo e non corretto comparare il grado di liquidità di un titolo di Stato con quello di una obbligazione *corporate*;
- successivamente all'acquisto, quando il titolo a fine 2015 ha avuto un importante deprezzamento, il consulente finanziario di riferimento ha più volte suggerito alla cliente di vendere al fine di limitare le perdite, ma la odierna Ricorrente optava per tenerlo in portafoglio anche quando, a febbraio 2016, le veniva raccomandato di liquidare i titoli. Solo in data 7 marzo 2018 la cliente ordinava la vendita, ma contrariamente a quanto suggerito dal consulente poneva un limite di prezzo e, pertanto, l'ordine rimaneva ineseguito, a differenza di quello (senza limite) impartito dal di lei figlio per le obbligazioni Portugal Telecom acquistate nel

maggio del 2014, che venivano liquidate al valore di 35,00. In ogni caso, la Ricorrente riceveva regolarmente i rendiconti riportanti il controvalore dei propri investimenti;

- quanto alle contestazioni riferite agli obblighi di profilatura, in data 14 aprile 2014 la cliente compilava e sottoscriveva il *Client Advisory Form* in cui dichiarava di avere un'esperienza in investimenti sul mercato finanziario superiore ai 15 anni, che la finalità degli investimenti era di "*Crescita nel lungo termine*", vertente su titoli azionari, obbligazionari ed anche strumenti dal rischio più elevato, che era disposta ad accettare una considerevole volatilità dei prezzi. All'esito della valutazione delle dichiarazioni rese, veniva dunque attribuito alla cliente un profilo di rischio "*ACCENTUATO*", dunque in linea con l'investimento oggi contestato, che veniva infatti ritenuto adeguato al profilo della cliente;

- l'estremo dinamismo, oltre che l'attenzione e la competenza con cui la Ricorrente operava sui mercati, confermano la piena consapevolezza in merito ai rischi di mercato, e ciò sia al momento dell'acquisto in esame che successivamente, quando decideva di non limitare il danno subito malgrado gli avvertimenti ricevuti; danno che, nell'ipotesi in cui fosse accolta una qualsivoglia domanda, deve essere allora limitato, ai sensi e per gli effetti dell'art. 1227 c.c., ed al quale dovranno comunque essere scomutate le cedole incassate per 1.850,00 euro.

Alla luce di quanto sopra esposto, l'Intermediario conclusivamente chiede di:

- respingere tutte le domande di parte avversa;
- in via subordinata, accertare e dichiarare comunque infondata la pretesa risarcitoria, sussistendo un concorso di colpa tale da escludere la responsabilità dell'Intermediario alla luce della consapevolezza prima dell'investimento del *downgrade* del *rating* e della perdita di valore del titolo (da 103 a maggio 2015 a 99 a luglio 2015);
- in via subordinata, accertare e dichiarare il concorso di colpa della Ricorrente che da luglio ad ottobre 2015 era ben edotta dell'andamento negativo delle Obbligazioni, ma decideva di non venderle, quando invece avrebbe potuto limitare la perdita su tutto l'investimento a complessivi € 22.420,00 (in base al valore medio di 77,58 registrato dal titolo tra la notizia ricevuta del *downgrade* del 20 luglio 2015

e la notizia ricevuta del secondo downgrade del 20 ottobre 2015), somma da cui scomputare le cedole rimosse e per l'effetto ridurre il preteso danno risarcibile ad € 20.570,00;

- in via estremamente subordinata, accertare e dichiarare il concorso di colpa della Ricorrente tale da ridurre il danno di almeno € 20.000,00 per avere in autonomia e contrariamente alla consulenza, deciso di limitare il prezzo dell'ordine di vendita del 7 marzo 2018 che per questa ragione rimaneva ineseguito decurtando in ogni caso le cedole rimosse.

4. La Ricorrente, in sede di repliche, reitera e ribadisce nella sostanza le contestazioni già formulate nel ricorso introduttivo.

5. Anche l'Intermediario rinvia alle argomentazioni già contenute nella memoria difensiva prodotta nel corso della prima fase di contraddittorio.

## **DIRITTO**

1. Stanti le evidenze disponibili in atti, la domanda di parte attorea va accolta, per quanto e nei termini di seguito specificati.

2. Le evidenze in atti confermano, anzitutto, l'effettività dell'acquisto contestato, disposto dal marito della Ricorrente il 30.7.2015, tramite ordine sottoscritto in filiale, regolato per valuta 4.8.2015 al controvalore di 51.290,52 euro (prezzo 99,625), comprensivo di rateo commissioni e spese.

3. Ciò premesso e con riferimento alla contestata inosservanza degli obblighi informativi al momento dell'acquisto, l'Intermediario resistente, evidenziando che la Ricorrente non era un'investitrice inesperta come vorrebbe far intendere, incentra le sue difese essenzialmente sulla dichiarazione, datata 26.11.2021, resa dal consulente di riferimento e da altro dipendente, in cui essi espongono i fatti che, a loro dire, hanno accompagnato e seguito l'acquisto contestato.

Trattasi, tuttavia, di una ricostruzione fattuale che non può che essere intesa come di parte, in quanto tale non idonea, di per sé, a fornire adeguata evidenza probatoria a supporto della posizione del resistente. Ciò che si rileva, piuttosto, è che nell'ordine relativo è contenuta, invero, una sola generica dichiarazione (*“dichiaro inoltre che la decisione di effettuare l'investimento di cui al presente ordine è stata*

*assunta in piena autonomia, consapevole dei rischi che esso comporta, in particolare per quanto attiene l'acquisto dei titoli di capitale*") resa dal cliente che, stante il suo tenore, di certo non può dirsi soddisfacente degli obblighi d'informazione preventiva posti in capo al prestatore dei servizi d'investimento.

Non risulta, in buona sostanza, che l'Intermediario abbia dato idonea prova di aver assolto i suoi doveri informativi; obblighi che, secondo l'orientamento oramai consolidato di questo Collegio vanno adempiuti "*in concreto*" e in maniera tale da ingenerare nella clientela autentica consapevolezza delle relative implicazioni, non potendosi reputare sufficienti, a tal fine, dichiarazioni sottoscritte dall'investitore, quale quella testé richiamata, né tantomeno analoghe dichiarazioni riferite a documentazione informativa generale messa a disposizione del cliente all'atto di apertura del rapporto, sulle caratteristiche, la natura e i rischi insiti nelle varie tipologie di strumenti finanziari.

Inoltre, l'Intermediario non ha fornito alcun elemento documentale attestativo dell'effettività delle verifiche di adeguatezza/appropriatezza condotte, essendosi limitato a sostenere che si trattava di acquisto in linea con il profilo della cliente.

In buona sostanza, al di là della affermazioni rese, in atti non è presente alcun riscontro documentale che l'Intermediario resistente abbia effettivamente correttamente adempiuto agli obblighi informativi e comportamentali prescritti dalla normativa di settore; obblighi che, va aggiunto, conservano tutta la loro effettività e cogenza anche nel caso si tratti di investitori con un profilo evoluto, trattandosi di un presupposto indefettibile per pervenire a scelte d'investimento consapevolmente informate.

**4.** In conclusione, ritenuti accertati i fatti contestati nei termini sopra specificati, relativamente alla quantificazione del danno occorso, in linea con quanto già deciso da questo Collegio in sede di esame di analoghe fattispecie, esso va determinato in 22.295,52 euro (oltre rivalutazione e interessi), pari alla differenza tra l'importo originariamente investito, la cedola percepita e quanto la odierna Ricorrente avrebbe potuto ottenere liquidando l'investimento a gennaio 2016, non appena ricevuto il rendiconto messo a sua disposizione nello stesso mese e attestativo di un significativo deprezzamento del titolo; elemento, questo, che un'investitrice con il

profilo della odierna Ricorrente ben avrebbe potuto, ex art. 1227 c.c., apprezzare attivandosi tempestivamente per mitigare l'entità del danno che si stava realizzando.

### **PQM**

Il Collegio accoglie il ricorso per quanto e nei termini sopra specificati, dichiarando l'Intermediario tenuto, per le ragioni indicate in motivazione, a corrispondere alla Ricorrente, per i titoli di cui in narrativa, la somma complessiva rivalutata di 26.643,15 euro, oltre interessi legali dalla data della presente decisione sino al soddisfo.

Il Collegio 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 euro, 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  
Firmato digitalmente da:  
Gianpaolo Eduardo Barbuzzi