



Decisione n. 8166 dell'11 settembre 2025

ARBITRO PER LE CONTROVERSIE FINANZIARIE

Il Collegio

composto da:

Dott. G. E. Barbuzzi – Presidente

Prof.ssa M. Mori – Componente supplente

Prof.ssa Avv. A. Scotti – Componente supplente

Prof. Avv. F. De Santis – Componente

Prof. P. Esposito – Componente

Relatore: Prof.ssa M. Mori

nella seduta del 4 settembre 2025, in relazione al ricorso n. 11805, dopo aver esaminato la documentazione in atti, ha pronunciato la seguente decisione.

FATTO

La controversia sottoposta alla cognizione del Collegio verte su doglianze riferite al non diligente adempimento, da parte dell'Intermediario convenuto, degli obblighi inerenti alla prestazione di servizi di investimento, in particolare sotto il profilo dell'inosservanza degli obblighi di informazione attiva e passiva e dell'omessa rilevazione della inappropriata/inadeguata di operazioni d'investimento aventi a oggetto titoli azionari (in seguito "le Azioni") emessi da Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A. (in seguito "l'Emittente"), rispetto al profilo di rischio dell'investitrice. Questi, in sintesi, i fatti oggetto del procedimento e considerati come rilevanti dal Collegio ai fini della decisione.

1. La Ricorrente rappresenta che, tra il 24 agosto 2015 e il 1° novembre 2016, avvalendosi dei servizi d'investimento resi dall'Intermediario qui convenuto, ha effettuato operazioni di compravendita che hanno avuto ad oggetto le Azioni, per effetto del che dichiara di aver subito una perdita complessiva pari a € 39.869,20. A tal riguardo la Cliente lamenta che nessun “*documento informativo specifico*” circa natura, caratteristiche e rischi delle Azioni di cui trattasi le sarebbe stato *ex ante* veicolato dall'Intermediario, e ciò anche con specifico riferimento alle criticità che stavano al tempo caratterizzando l'andamento dell'Emittente (*downgrade* del merito creditizio dell'Emittente, risultati di bilancio, iniziative delle Autorità di vigilanza, rilevanza degli strumenti finanziari ai fini dell'eventuale applicazione del meccanismo del *bail-in*).

Inoltre, l'Intermediario non avrebbe adempiuto neanche gli obblighi di informazione “*on going*” sull'andamento degli strumenti finanziari nel tempo e sul rischio via via crescente delle Azioni.

Aggiunge la Ricorrente che la Banca avrebbe dovuto eseguire una valutazione di appropriatezza riguardo alle operazioni contestate e tale valutazione, se correttamente eseguita sulla base delle informazioni raccolte con il questionario MiFID del 24 maggio 2013 (unico questionario disponibile antecedente alla data di esecuzione delle operazioni contestate), avrebbe dovuto avere esito negativo, sulla base del suo livello di conoscenze ed esperienza in materia d'investimenti finanziari, attestativo di un grado di esperienza “*medio*”, con propensione al rischio di tipo “*moderato*” ed orizzonte temporale parimenti “*medio*”.

Nel segnalare che le operazioni qui in esame sono state eseguite sulla base del questionario di profilatura datato 24 maggio 2013, tiene a sottolineare come la sua validità temporale – “*come da prassi di mercato*” – andava determinata in tre anni, con l'effetto che le operazioni disposte a partire dal giugno 2016 sarebbero, allora, avvenute in assenza di informazioni valide e aggiornate sulla Cliente.

Oltre ciò, il questionario richiamato sarebbe comunque inattendibile nel suo portato informativo, in quanto: *a)* presenta la forma di un modello precompilato mediante i sistemi informatici dell'Intermediario; *b)* è privo di elementi di forma idonei a comprovarne l'effettiva presa visione ed accettazione dei contenuti da parte della

Cliente, risultando – oltretutto – sprovvisto di firma; c) è “*manifestamente incompleto*” per via della genericità delle domande, inidonee ad indagare sul reale livello di conoscenza della Ricorrente e conterrebbe domande dal contenuto autovalutativo.

Conclusivamente, La Ricorrente chiede di accertare la responsabilità della Banca per i danni arrecatili e, per l’effetto, di disporre la risoluzione degli ordini e/o il risarcimento in suo favore della somma di € 39.869,20 – pari al danno che la Ricorrente stessa ritiene di aver subito a causa dell’operatività contestata – oltre interessi legali e rivalutazione monetaria e, in ogni caso, di “*emettere ogni altra statuizione, provvedimento e/o declaratoria ritenuta dal Collegio opportuna*”.

2. L’Intermediario, in sede defensionale, tiene a precisare preliminarmente che le operazioni contestate sono state disposte autonomamente dalla Ricorrente tramite il servizio di “*Trading On Line (TOL)*”, come disciplinato nel contratto dalla medesima sottoscritto in data 20 giugno 2005.

In tale contesto, le operazioni di cui trattasi – come espressamente indicato nella nota informativa trasmessa alla Cliente nell’immediatezza dell’esecuzione di ciascun ordine di acquisto – sono state disposte “*in regime di execution only*”, essendo ivi altresì precisato “*nessun controllo di appropriatezza/adequatezza effettuato*”. Pertanto – secondo l’Intermediario – la Ricorrente avrebbe ella optato del tutto autonomamente per l’acquisto delle Azioni.

Quanto alla contestazione sul mancato aggiornamento del questionario MiFID, l’Intermediario sostiene che, essendosi trattato di operatività in modalità di “*execution only*”, la sussistenza o meno di un questionario aggiornato non avrebbe comunque precluso la possibilità di procedere con l’esecuzione delle operazioni d’interesse della Cliente.

In ordine, poi, alle contestazioni relative al mancato adempimento degli obblighi informativi preventivi sulle caratteristiche e i rischi connessi agli investimenti oggetto del ricorso, la Banca argomenta di aver in ogni caso puntualmente adempiuto a tali obblighi, provvedendo alla consegna della documentazione informativa necessaria per consentire alla Cliente di compiere scelte di investimento consapevoli.

Il che, a suo dire, varrebbe anche per gli obblighi informativi successivi, avendo regolarmente informato la odierna Ricorrente sull'andamento degli investimenti in essere, mediante l'invio periodico dell'estratto conto titoli annuale, contenente anche la valorizzazione degli strumenti finanziari in portafoglio.

La Banca rileva, in ogni caso, *“l'assenza di qualsivoglia nesso causale tra gli asseriti inadempimenti e i danni lamentati”* dalla Ricorrente. Infatti, dall'analisi della sua operatività e della sua complessiva strategia di investimento, caratterizzata tendenzialmente da investimenti speculativi, emergono elementi idonei a far ritenere che le decisioni d'investimento contestate siano in realtà il frutto di una scelta libera e consapevole della Cliente. Nello specifico, l'Intermediario sostiene che quest'ultima – nelle proprie scelte d'investimento – ha operato adottando per le Azioni in lite lo stesso approccio già utilizzato in passato per altri titoli azionari: ha effettuato operazioni di *trading*, che inizialmente hanno registrato un utile, puntando su strumenti caratterizzati da buona volatilità con l'obiettivo di rivenderli a un prezzo più vantaggioso. Durante gli acquisti di tali Azioni effettuati tra agosto e dicembre 2015, risulta infatti che il prezzo unitario oscillava tra € 1,69 e € 1,271, senza cali significativi. Tuttavia, il 1° novembre 2016, nonostante il prezzo unitario fosse sceso drasticamente (a € 0,2511), la Ricorrente ha deciso autonomamente di acquistare ulteriori Azioni, aumentando la propria esposizione in tali titoli. Nel 2016, è stata da lei proseguita l'operatività sui medesimi strumenti finanziari, anche quando le criticità societarie erano oramai ampiamente note e oggetto di attenzione mediatica. Successivamente al disinvestimento delle Azioni, la Cliente ha effettuato numerosi acquisti di titoli azionari emessi da altra banca (Banco BPM), ossia titoli *“del tutto simili a quelli in parola”*. La condotta descritta denoterebbe come la Ricorrente fosse consapevole riguardo ai rischi e all'andamento delle Azioni oggetto dell'operatività contestata.

In conclusione, l'Intermediario chiede il rigetto del ricorso, ritenendo la pretesa risarcitoria di parte avversa assolutamente pretestuosa e infondata, in quanto supportata da una serie di inesattezze e forzature, essendosi la Banca sempre rapportata correttamente con la Cliente.

3. La Ricorrente si è avvalsa della facoltà di presentare deduzioni integrative per contestare, anzitutto, la circostanza secondo cui le operazioni sarebbero state eseguite dall'Intermediario in regime di “*execution only*” ai sensi dell'art. 43 del Regolamento Consob n. 16190/07.

Sul punto, a suo dire, il contratto datato 25 febbraio 2008 non prevede l'esecuzione degli ordini in regime di “*execution only*” ma, al contrario, “*ha per oggetto l'incarico di prestare a favore del[della] Cliente, da parte della Banca, i servizi di negoziazione, di ricezione e trasmissione di ordini e di collocamento nei termini e alle condizioni di seguito indicate (...)*”. Pertanto, i servizi di investimento oggetto del contratto in esame sarebbero rientrati nella disciplina dell'art. 42 del Regolamento Consob n. 16190/07 – secondo cui “[n]ella prestazione dei servizi di investimento diversi dalla consulenza in materia di investimenti e dalla gestione di portafogli, e sulla base delle informazioni di cui all'articolo 41, gli intermediari verificano che il cliente abbia il livello di esperienza e conoscenza necessario per comprendere i rischi che lo strumento o il servizio di investimento offerto o richiesto comporta” – e la Banca avrebbe dovuto informarla qualora lo strumento finanziario o il servizio offerto non fosse stato appropriato, come nel caso dell'operatività contestata.

La Ricorrente aggiunge che “*l'attivazione e l'esecuzione del servizio di execution only prevede degli step e degli obblighi aggiuntivi disciplinati dall'art. 43 del Regolamento Consob n.16190/07*”, di cui la Banca non ha fornito prova e ciò con riguardo in particolare al fatto che nella fattispecie: i) “*il servizio è [stato] prestato su iniziativa del cliente o potenziale cliente*” (art. 43, comma 1, lett. b Reg. cit.); ii) “[quest'ultimo] è stato chiaramente informato che, nel prestare tale servizio, l'intermediario non [...] [era] tenuto a valutare l'appropriatezza e che pertanto l'investitore non beneficia[va] della protezione offerta dalle relative disposizioni” (art. 43, comma 1, lett. c, Reg. cit.).

Relativamente agli obblighi d'informazione attiva, la Cliente ribadisce che, dall'analisi della documentazione prodotta dall'Intermediario, risulta che quest'ultimo non ha fornito alcuna prova concreta in merito a una corretta informativa nei suoi confronti, non avendo prodotto alcun documento informativo

specifico (i.e. scheda prodotto) riconducibile alle Azioni oggetto del ricorso. Né risultano idonei a fornire tale prova i documenti denominati “*Scheda Prodotto*” versati in atti dalla Banca, in quanto privi di riferimenti alla Cliente, la quale sostiene di non averli mai visionati: infatti, tali documenti non risultano da lei firmati, né presentano una data che li collochi temporalmente in un momento antecedente la predisposizione degli ordini di acquisto.

4. La Banca, nel presentare memoria di replica finale, ha reiterato buona parte delle argomentazioni già svolte con le prime memorie a difesa.

Con specifico riferimento alle modalità di esecuzione degli ordini, tiene a sottolineare che – diversamente da quanto sostenuto dalla Ricorrente – tale modalità di esecuzione è descritta nel “*Documento informativo MiFID*” e nel “*Contratto per la prestazione dei Servizi di Investimento*”, sottoscritti dalla stessa in data 6 ottobre 2008. In particolare, l’art. 8 del citato Contratto consente di “*chiedere alla Banca di eseguire gli ordini senza effettuare la valutazione di appropriatezza*” a patto che gli strumenti finanziari non siano complessi e previa comunicazione al cliente. In virtù di tale richiesta, l’Intermediario non sarebbe stato tenuto a valutare l’appropriatezza e, in relazione a ciò, la Cliente non avrebbe potuto beneficiare della corrispondente protezione prevista dalla normativa di riferimento. Per tali ragioni, la Banca non ha svolto le verifiche di appropriatezza che hanno formato oggetto di doglianze da parte della Ricorrente.

In ogni caso, secondo quanto puntualizzato dall’Intermediario, coerentemente con i rilievi già formulati, qualora le disposizioni vengano impartite in modalità “*execution only*”, la piattaforma del “*Trading On Line*”, utilizzata per l’operatività contestata, è strutturata in modo da far apparire, sulla schermata a disposizione del cliente, prima della conferma dell’ordine, la specifica avvertenza relativa all’assenza di controlli MiFID.

Inoltre, la tardività delle contestazioni della Ricorrente, relative a operazioni risalenti a circa dieci anni fa, preclude alla Banca la possibilità di produrre i *print screen* delle schermate del TOL visualizzate dalla Cliente in occasione degli ordini effettuati. In proposito, l’Intermediario rileva che l’intempestività delle contestazioni avanzate – che rende impossibile replicare in modo esatto l’ambiente

informatico della piattaforma TOL al momento di esecuzione delle operazioni – evidenzerebbe la pretestuosità e la strumentalità della condotta della Ricorrente, che per quasi dieci anni non ha lamentato alcunché, salvo poi far valere le proprie (infondate) doglianze a ridosso del termine entro cui le stesse sono conoscibili da parte dell'Arbitro.

In merito alla scheda prodotto, infine, l'assenza di data, di un riferimento alla Ricorrente e della sua firma non può ritenersi rilevante, trattandosi di un documento standardizzato. Inoltre, dall'analisi complessiva dell'operatività da lei posta in essere si trae conferma dell'infondatezza della richiesta risarcitoria avanzata da controparte.

DIRITTO

Le complessive risultanze in atti non consentono, ad avviso di questo Collegio, di ritenere il ricorso meritevole di accoglimento sulla base delle considerazioni che seguono.

1. La controversia si incentra su un'intensa operatività di compravendita in Azioni, posta in essere dalla odierna Ricorrente tramite la piattaforma di “*Trading On Line*” dell'Intermediario resistente. In tutto, la Ricorrente risulta aver autonomamente finalizzato 15 operazioni di acquisto e 8 di vendita su tali strumenti tra il 21 maggio 2015 e il 20 dicembre 2016.

2. Ciò premesso, risulta anzitutto non suscettibile di accoglimento la domanda di risoluzione, per la quale può richiamarsi quanto questo Collegio ha avuto modo di rilevare in analoghe fattispecie, nel senso di ritenere 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; ciò in quanto gli inadempimenti dell'intermediario agli obblighi di informazione, sebbene condizionino le scelte di investimento dei clienti, tuttavia, 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*

da 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. decisione n. 7457 del 1° luglio 2024).

3. Per quanto riguarda la domanda risarcitoria, va anzitutto osservato, sotto un profilo di carattere generale, che la prestazione di un servizio esecutivo e la modalità *online* non determinano in sé alcuna attenuazione degli obblighi informativi a cui sono tenuti gli intermediari nella fase genetica di un investimento, come questo Collegio ha più volte precisato (tra le tante, cfr. decisione n. 6588 del 6 giugno 2023). Similmente, il fatto che il cliente impartisca gli ordini via internet non esonera l'intermediario dal rispetto dell'obbligo di fornire all'investitore le informazioni previste dalla normativa di settore (*ex multis* decisione n. 3832 del 7 giugno 2021).

Ebbene, nel caso di specie le difese nel complesso prodotte dall'Intermediario resistente non possono dirsi idonee a comprovare il puntuale ed esaustivo adempimento di tali obblighi riferiti alla fase genetica, non potendosi dirsi funzionali allo scopo le schede prodotto versate in atti, mancando la necessaria prova che esse siano state al tempo effettivamente messe a disposizione della Cliente.

Quanto all'informativa successiva, invece, non vi sono elementi per ritenere censurabile l'operato, al tempo, di parte resistente, stante il costante orientamento di quest'Arbitro, secondo cui non può ritenersi gravante in capo agli intermediari un obbligo di monitoraggio continuo dell'andamento degli strumenti finanziari della clientela, che può semmai derivare da particolari caratteristiche del prodotto ovvero discendere dalla tipologia di servizio prestato (come nella gestione di portafogli e nella consulenza), così come pattiziamente regolato tra le parti (*ex multis*, decisione n. 7947 del 9 aprile 2025); circostanza, però, non rinvenibile nel caso in esame.

In punto di valutazione di appropriatezza le difese di parte resistente non possono dirsi prive, viceversa, di profili di censurabilità, dato che esse si incentrano principalmente sull'assunto che si sia trattato di operazioni eseguite in regime di “*execution only*”, senza tuttavia fornire evidenza di aver puntualmente osservato le

condizioni all'uopo specificatamente previste dal quadro regolamentare, che non si esauriscono nella circostanza che siano prestati servizi di esecuzione di ordini o di ricezione e trasmissione di ordini su strumenti finanziari non complessi, essendo altresì necessario che il cliente sia, di volta in volta, chiaramente informato che, nel prestare il servizio, l'intermediario non è tenuto a valutare l'appropriatezza e, pertanto, che l'investitore non beneficerà della protezione offerta dalle relative disposizioni. Ebbene, della formulazione di un tale *warning* preventivo nel caso in questione non v'è prova.

4. Ritenuto, per effetto e nei limiti di quanto sopra rilevato, sussistenti elementi confermativi delle contestazioni mosse da parte attrice, occorre tuttavia verificare se il danno lamentato dalla Ricorrente possa ritenersi essere stato conseguenza immediata e diretta dell'operato di parte resistente.

Ora, dalla documentazione attestante la movimentazione del *dossier* titoli della Cliente emerge una spiccata e frequente propensione ad operare pressoché esclusivamente su titoli azionari, il che non può che essere attestativo di una significativa esperienza e conoscenza in materia finanziaria e, dunque, spiccatamente azionaria. Né può essere sottaciuto che ella ha reiterato l'operatività sui titoli di che trattasi, sia in acquisto che in vendita, in un contesto informativo e temporale in cui le vicende che hanno via interessato l'Emittente sono state al centro dell'informazione finanziaria pubblicamente disponibile, non foss'altro perché interessanti un titolo quotati su mercato regolamento, dunque sottoposto agli obblighi di *transparency* specificatamente previsti dalla normativa di riferimento.

A ciò aggiungasi che si è trattato di operatività da ritenersi, in base alle evidenze in atti, del tutto coerente con il profilo dell'investitrice, dunque appropriata al suo livello di conoscenze ed esperienza in materia finanziaria.

Né, infine, è priva di significatività la circostanza che Ella ha operato reiteratamente sia in acquisto che in vendita - in maniera del tutto autonoma e per un apprezzabile lasso temporale - sulla Azioni, evidentemente perseguendo una propria consapevole strategia operativa d'intonazione speculativa, dei cui pregiudizievole effetti, allora, non può essere chiamato a rispondere l'Intermediario resistente ancorché il suo operato, per i motivi sopra illustrati, faccia emergere profili di censurabilità.

In conclusione, quest'Arbitro ritiene non ravvisabile il necessario nesso eziologico tra evento e danno, con conseguente non accoglibilità della domanda di ristoro avanzata da parte attrice.

PQM

Il Collegio respinge il ricorso.

Il Presidente
Firmato digitalmente da
Gianpaolo Eduardo Barbuzzi