



Decisione n. 8268 del 25 novembre 2025

ARBITRO PER LE CONTROVERSIE FINANZIARIE

Il Collegio

composto da:

Dott. G. E. Barbuzzi – Presidente
Prof.ssa Avv. Ph. Fabbio – Componente supplente
Prof. Avv. A. Pericu– Componente supplente
Prof. Avv. U. Malvagna – Componente supplente
Avv. N. Mincato – Componente supplente

Relatore: Prof. Avv. U. Malvagna

nella seduta del 17 ottobre 2025, in relazione al ricorso n. 11598, dopo aver esaminato la documentazione in atti, ha pronunciato la seguente decisione.

FATTO

I. La presente controversia concerne il tema della responsabilità dell'intermediario nella prestazione del servizio di consulenza, in particolare sotto il profilo dell'inadempimento delle regole in materia di valutazione dell'adeguatezza dell'investimento.

2. Dopo aver presentato reclamo in data 23 aprile 2024, cui l'Intermediario ha dato riscontro in data 12 giugno 2024 in modo ritenuto insoddisfacente, il Ricorrente, tramite l'assistenza di un procuratore, si è rivolto all'Arbitro per le Controversie Finanziarie rappresentando quanto segue.

3. Il Ricorrente lamenta che il suddetto investimento era del tutto inadeguato alle proprie caratteristiche. Egli all'epoca aveva, infatti, 82 anni, gestiva i propri risparmi mediante un semplice libretto bancario, aveva sempre investito in certificati di deposito dimostrando, una chiara preferenza per prodotti finanziari semplici, a basso rischio e a breve termine, e aveva un livello di istruzione molto basso (quinta elementare). Nel questionario Mifid aveva, oltretutto, dichiarato di accettare solo "contenute oscillazioni di valore" degli investimenti. Nonostante ciò, il personale dell'Intermediario ha proposto e consigliato l'acquisto del BTP Green con scadenza nel 2045, ossia con un orizzonte temporale decisamente eccessivo rispetto alla sua età e con caratteristiche non conformi alle sue conoscenze finanziarie, quindi del tutto inadeguato e inappropriato. Il Ricorrente lamenta di essere stato danneggiato dal comportamento dell'Intermediario in quanto i titoli hanno subito una significativa perdita di valore, passando da un valore iniziale di € 100.000,00 ad un valore - al momento del reclamo - di circa € 63.000,00, con l'effetto di maturare una perdita complessiva di € 37.000 (cfr. reclamo allegato al ricorso). Il Ricorrente, infine, nel rappresentare l'intendimento di disinvestire i titoli per esigenze legate alla sua età avanzata, conclude ritenendo che *"l'intermediario abbia violato i doveri di informazione, di adeguatezza e di diligenza previsti dal Testo Unico della Finanza"* e chiede di essere risarcito per la perdita "subenda" quantificata in € 37.000,00.

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

L'Intermediario premette una breve ricostruzione dei rapporti di che trattasi, rappresentando che in data 7 aprile 2021 il Ricorrente ha sottoscritto un contratto per la prestazione di servizi di investimento. In tale occasione ha compilato il questionario

Mifid e, sempre nella medesima data, egli ha disposto un investimento nel “BTP Green 30.4.2045 1,50%”, per un valore nominale di € 100.000,00.

L’operazione rientrava in una “proposta di investimento” che ha formato oggetto di una valutazione di adeguatezza con esito positivo, svolta sulla base delle informazioni risultanti dal questionario MIFID ed accettata dal Ricorrente.

Inoltre, riguardo al contesto in cui è avvenuta l’operatività contestata, l’Intermediario rappresenta che il Ricorrente - che voleva investire, come in passato, in titoli che dessero la garanzia della salvaguardia del capitale - ebbe un incontro con un proprio gestore, che gli illustrò le caratteristiche di vari BTP, che corrispondevano cedole dallo 0,35% all’1,50% annui e avevano scadenze diverse.

Il Ricorrente, però, optò per un titolo a scadenza più lunga, che avrebbe assicurato un maggior rendimento, appunto il BTP Green, anche in considerazione del fatto che i Titoli di Stato godono di una ritenuta fiscale più ridotta e dell’esonazione dall’imposta di successione. Tale scelta fu fatta nonostante il gestore avesse suggerito anche di diversificare il portafoglio. Successivamente, con l’aumentare dei tassi di mercato e la conseguente discesa del valore dell’investimento, il gestore ha incontrato due volte l’odierno Ricorrente prospettandogli, dopo qualche mese dall’investimento, la possibilità di vendere il titolo, quasi “alla pari”, a fronte del che il Cliente decise di voler attendere, puntando a un rimborso “sopra la pari”.

In ogni caso, l’Intermediario rappresenta di avere correttamente raccolto le informazioni sul Ricorrente con il questionario Mifid del 7 aprile 2021, nel quale questi dichiarava di possedere titolo di studio di licenza media inferiore (e non di scuola elementare come affermato nel ricorso), di avere un basso di livello di “conoscenza” in materia di investimenti finanziari e di non avere esperienze pregresse, optando per una propensione al rischio “moderata”.

Ebbene, sulla base di un tale profilo la valutazione di adeguatezza ha dato esito positivo, tenuto conto del grado di “conoscenza ed esperienza” in materia di investimenti del Ricorrente (“basso”) e del profilo di rischio (“moderato”).

In particolare, la valutazione svolta ha analizzato molteplici fattori, tra cui il grado di liquidità residua del portafoglio e il livello di concentrazione, con il risultato che il rischio associato al “portafoglio”, a seguito dell’adesione alla proposta, è risultato di un valore (pari a 5,71), coerente già per un profilo di rischio “conservativo” (che ha un range tra 0 e 6,5) e, quindi, a maggior ragione, è risultato coerente con il profilo di rischio “moderato” del Ricorrente.

Riguardo alla contestazione di inadeguatezza dell’investimento rispetto all’orizzonte temporale di riferimento, l’Intermediario eccepisce che la dedotta scadenza dei titoli non avrebbe pregiudicato la bontà dell’investimento e, peraltro, la titolarità del BTP poteva essere trasmessa agli eredi. Riguardo all’inadeguatezza dell’investimento rispetto al livello di conoscenza ed esperienza del Ricorrente, l’Intermediario ha eccepito che i titoli di stato sono per definizione prediletti dalla clientela con minor livello di istruzione e con meno dimestichezza con la materia finanziaria. Nel caso di specie, fu proprio il Ricorrente ad insistere col gestore della filiale nel voler acquistare il BTP.

L’Intermediario aggiunge che dal modulo d’ordine emerge la dichiarazione appositamente sottoscritta dal Ricorrente di “aver ricevuto la scheda del titolo che illustra le caratteristiche del prodotto”. La scheda del titolo presenta la firma grafometrica del Ricorrente, tramite “check” con apposizione di conferma sul “tablet” di filiale. La suddetta scheda indicava i rischi e le caratteristiche dei titoli prescelti e rappresentava che si trattava di titoli inclusi nella categoria dei prodotti “di investimento” (quindi non di tipo speculativo) e ciò sia per Moody’s che per S&P.

Oltre ciò, la resistente eccepisce che il danno lamentato non è, comunque, né attuale, né liquido, essendo tuttora nella disponibilità di controparte. Inoltre, poiché la quotazione di un titolo di stato a tasso fisso, quale il BTP in questione, dipende principalmente dall’andamento dei tassi di mercato ed in particolare dal tasso di riferimento BCE, che varia nel tempo, le quotazioni del titolo potrebbero anche aumentare, come accaduto dalla data di presentazione del ricorso a quello delle presenti

deduzioni, in cui il titolo quota € 71,00 circa. Inoltre, fino alla scadenza del titolo il possessore potrà incassare altre n. 40 cedole da € 656,25 l'una (per un controvalore di oltre € 26.000,00). Infine, il rimborso del capitale è certo, trattandosi di titolo di stato. In ogni caso, nel caso di eventuale quantificazione di un risarcimento, l'Intermediario chiede di tener conto dei seguenti elementi.

- il Ricorrente avrebbe potuto avvedersi che il BTP subiva una significativa diminuzione di valore a fine 2021, quando nel “rendiconto titoli” e nel rendiconto “costi, oneri e incentivi del portafoglio investimenti” al 31 dicembre 2021 era indicato che l'investimento in questione aveva un valore residuo di circa € 94.000,00. Inoltre, nel rendiconto al 31 marzo 2022 la perdita era ancora più evidente, in quanto il titolo aveva un valore residuo di poco più di € 84.000,00;
- il Ricorrente ha incassato n. 8 cedole da € 656,25 l'una per un totale di € 5.250,00, al netto della ritenuta di legge.

5. Il Ricorrente ha presentato deduzioni integrative ai sensi dell'art. 11, comma 5, del Regolamento ACF, senza avvalersi della modulistica resa disponibile sul sito web dell'Arbitro. Nella nota difensiva allegata alle deduzioni, il Ricorrente ribadisce le contestazioni già svolte confermando l'inadeguatezza dell'investimento sotto il profilo dell'orizzonte temporale e rappresenta che la proposta del gestore includeva solo il BTP; non venne proposto al Cliente alcun investimento alternativo a tasso variabile (come ad esempio i CCT, anch'essi esenti dall'imposta di successione ma con una ritenuta fiscale più ridotta e più consoni al tasso base BCE del periodo in oggetto).

6. L'Intermediario si è avvalso della facoltà di presentare memoria di replica ai sensi dell'art. 11, comma 6, del Regolamento ACF, in cui ribadisce le precedenti argomentazioni e aggiunge che il Ricorrente ha avuto un ruolo attivo nell'investimento in quanto ha manifestato di voler investire solo in titoli di stato. La proposta d'investimento era giunta alla conclusione che con l'acquisto dei BTP il portafoglio

del Ricorrente sarebbe stato di tipo “conservativo” quindi più cautelativo di quello scelto dal Ricorrente e conseguentemente l’investimento risultava adeguato al Cliente.

DIRITTO

1. Il Collegio deve preliminarmente evidenziare che, in linea con il proprio costante orientamento, non possono essere prese in considerazione le deduzioni integrative trasmesse dal Ricorrente, in quanto presentate con modalità non conformi a quelle vincolativamente indicate dall’art. 11, comma 1-bis, del Regolamento ACF. Non è, infatti, consentito operare un rinvio a documento separato o produrre scritti difensivi volti ad integrare il contenuto dell’apposita sezione della modulistica a disposizione delle parti (cfr., in questo senso, *ex multis*, Decisioni ACF n. 6403 del 13 marzo 2023 e n. 7801 del 21 dicembre 2023).

2. Tanto premesso, il ricorso, stanti le evidenze in atti, risulta comunque meritevole di accoglimento nei termini di seguito esposti, risultando fondato e assorbente rispetto ad ogni altro profilo di censura adombrato dal Ricorrente, il rilievo per cui l’investimento contestato non poteva ritenersi adeguato al profilo del Cliente, in particolare sotto il profilo dell’orizzonte temporale di riferimento.

3. Dal questionario Mifid del 7 aprile 2021 emerge il profilo di un investitore caratterizzato, come già sopra rilevato, da un livello di conoscenza ed esperienza “basso”, con titolo di studio di licenza media inferiore, che si teneva aggiornato solo saltuariamente sull’andamento dei mercati. Il profilo di rischio assegnato al Ricorrente (“moderato”) si accompagnava alla circostanza che il Cliente dichiarava, in quella sede, di perseguire “*un rendimento contenuto pur di avere un capitale con limitate oscillazioni*”, relativo a “*titoli che possono registrare oscillazioni di valore, positive o negative, contenute*”.

Inoltre, ed è ciò che acquisisce peculiare rilievo in questa sede, è che, con riguardo all’orizzonte temporale di riferimento, il Ricorrente indicava di non essere disposto a detenere in portafoglio titoli con un orizzonte temporale di lungo periodo (superiore a

sette anni), il che risulta più che comprensibile, considerato che alla data dell'acquisto controverso egli aveva già ottantadue anni e l'investimento in parola aveva scadenza al 2045.

Ebbene, trattasi di elemento, quest'ultimo, che avrebbe dovuto essere adeguatamente valorizzato e ponderato in sede di valutazione di adeguatezza (cfr., in questo stesso senso, tra le altre, Decisione n. 6900 del 12 ottobre 2023). Invece, le valutazioni operate dall'Intermediario non consta abbiano tenuto debitamente conto del fatto che si trattava di investire in un titolo con scadenza collocabile oltre la ragionevole speranza di vita del cliente.

Oltretutto, nella proposta di investimento, le spiegazioni riportate a fondamento della positiva valutazione di adeguatezza risultano d'intonazione generica e standardizzata, più che altro volte a adempiere in modo formalistico all'obbligo in questione, senza integrare un'idonea spiegazione delle specifiche ragioni per le quali l'investimento è stato ritenuto adeguato. Tali spiegazioni si sostanziano, infatti, nella descrizione quasi tautologica di una valutazione che, per come formulata, ricalca la formulazione stessa delle previsioni normative (art. 41, comma 1, del Regolamento Intermediari n. 20307/2018 e art. 54, paragrafo 12, del Regolamento (UE) 2017/565), senza calarla nel caso di specie (v., in senso parimenti critico su un siffatto *modus procedendi*, *ex multis*, Decisione ACF n. 6751 del 29 agosto 2023 e da ultimo Decisione ACF n. 8162 dell'11 settembre 2025).

In buona sostanza, ciò che viene detto è che *“Il grado di complessità della struttura dei Prodotti finanziari [...] presenti nel Riepilogo Operazioni è adeguato perché coerente con il Suo livello di Conoscenza ed Esperienza”*; *“Il controvalore finale della parte di Portafoglio che soddisfa «l’Obiettivo di Riserva» è adeguato perché coerente con le esigenze di liquidità su un orizzonte temporale inferiore a due anni perché è superiore al controvalore iniziale”*; *“Il livello di rischio R del Portafoglio è adeguato perché coerente con il limite massimo previsto dalla Propensione al Rischio e con la*

disponibilità a sopportare perdite patrimoniali [...] oppure perché inferiore al livello di rischio del Portafoglio iniziale”, ecc.

Ora, una serie di indicazioni così declinate non può ritenersi rispondente all’obbligo di rendere al cliente una relazione di consulenza che sia in concreto idonea a consentirgli di cogliere le specifiche motivazioni a supporto della raccomandazione resa, in coerenza con il quadro normativo delineato dall’art. 41, comma 1, del Regolamento Intermediari n. 20307/2018 e dall’art. 54, paragrafo 12, del Regolamento (UE) 2017/565, e con gli orientamenti ESMA di cui alle “*Questions & Answers on Mifid II and Mifir investor protection and intermediaries topics*”.

Quanto alle allegazioni dell’Intermediario secondo cui il proprio gestore avrebbe esposto al Ricorrente l’opportunità di diversificare il portafoglio e che, invece, il Ricorrente stesso “*optò per il titolo di più lunga scadenza che aveva maggior rendimento, quello all’1,50% al 2045, appunto il “BTP GREEN”*”, trattasi di elemento fattuale che non risulta corroborato da un idoneo supporto probatorio o anche solo indiziario.

5. A ciò non può non aggiungersi che, pur trattandosi di titoli di stato, nella fattispecie, data la lunga scadenza, il livello di correlata rischiosità non poteva ritenersi del tutto irrilevante, in quanto la maggiore durata dell’investimento rendeva il titolo più sensibile alla variazione dei tassi di interesse, con conseguente rischio di maggiore volatilità dei prezzi, nonché più esposto al rischio inflazionistico, con eventuali ricadute negative sui rendimenti.

I suddetti elementi confermano, in definitiva, ad avviso di questo Collegio, la non adeguatezza dell’investimento rispetto al profilo soggettivo del Ricorrente, il che radica la responsabilità dell’Intermediario sotto il profilo risarcitorio.

6. Venendo, allora, alla determinazione del relativo *quantum*, risulta che il Ricorrente in data 7 aprile 2021 ha acquistato BTP Green 1.50% scad. 2045, per un valore nominale di € 100.000,00 ed un controvalore effettivo di 100.815,31. Inoltre, come eccepito dall’Intermediario, in relazione al suddetto investimento, il Ricorrente ha

incassato dal 30 aprile 2021 al 31 ottobre 2024 n. 8 cedole da € 656,25 l'una, per un totale di € 5.250,00, al netto delle ritenute fiscali.

Ciò rilevato – e in applicazione dei consolidati criteri fatti propri da questo Collegio in fattispecie analoghe, coerenti con consolidati principi giurisprudenziali (cfr. Cass., n. 29864 del 29 dicembre 2011) – il danno va determinato in misura pari alla differenza tra il complessivo controvalore investito dal Ricorrente, le cedole *medio tempore* ricevute e quanto l'Istante avrebbe potuto ricavare dalla loro alienazione nel momento in cui si è reso conto (o avrebbe dovuto rendersi conto usando l'ordinaria diligenza) della reale rischiosità dell'investimento.

In proposito, l'Intermediario ha chiesto di tener conto della circostanza che il Ricorrente avrebbe potuto rendersi conto che il BTP subiva una significativa diminuzione di valore quantomeno nel rendiconto al 31 marzo 2022, quando il titolo era valorizzato a poco più di € 84.

Tuttavia, in considerazione delle concrete caratteristiche dell'investitore qui considerato, non può reputarsi contraria al canone della diligenza la circostanza per cui il Ricorrente non abbia disposto il disinvestimento alla data del 31 marzo 2022.

Il momento in cui ritenere esigibile un tale comportamento va più congruamente individuato, ad avviso di quest'Arbitro, nella data di presentazione del reclamo (23 aprile 2024), quando il prezzo di chiusura dei titoli è stato di € 63,44; il tutto, al netto delle sei cedole *medio tempore* incassate (€ 3.937,50). Conseguentemente, il ristoro da riconoscersi in questa sede risulta pari a € 33.437,81 (= € 100.815,31 - € 63.440,00 - € 3.937,50), oltre a rivalutazione e interessi.

PQM

In accoglimento del ricorso per quanto e nei termini sopra specificati, il Collegio dichiara l'Intermediario tenuto a corrispondere al Ricorrente, per i titoli di cui in narrativa, la somma complessiva rivalutata di € 35.193,46, oltre 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 € 400,00 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
Firmato digitalmente da
Gianpaolo Eduardo Barbuzzi