



Arbitro per le Controversie Finanziarie

Decisione n. 3830 del 4 giugno 2021

ARBITRO PER LE CONTROVERSIE FINANZIARIE

Il Collegio

composto dai signori

Dott. G. E. Barbuzzi – Presidente

Prof. Avv. A. Albanese – Membro supplente

Prof. Avv. P. Fabbio – Membro supplente

Prof. Avv. G. Guizzi – Membro

Prof. Avv. G. Afferni – Membro

Relatore: Prof. Avv. G. Guizzi

nella seduta del 24 maggio 2021, in relazione al ricorso n. 5568, dopo aver esaminato la documentazione in atti, ha pronunciato la seguente decisione.

**FATTO**

*1.* La controversia sottoposta alla cognizione dell'Arbitro concerne il tema della responsabilità dell'intermediario nella prestazione dei servizi di investimento, in particolare sotto il profilo dell'inadempimento degli obblighi di informazione sulle caratteristiche degli strumenti finanziari, anche in relazione alla loro natura illiquida. 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 18 giugno 2019, cui l'intermediario ha dato riscontro con nota del 9 agosto dello stesso anno in maniera non giudicata soddisfacente, il ricorrente, avvalendosi dell'assistenza di un difensore, si è rivolto all'Arbitro per le Controversie Finanziarie, rappresentando quanto segue.

Il ricorrente espone di aver acquistato, in data 23 febbraio 2012, n. 300 azioni emesse da un intermediario poi acquisito e incorporato dal resistente. Il ricorrente – che non ha aderito all’Offerta Pubblica di Acquisto sulle azioni oggetto del contendere promossa dal resistente - si duole di non essere stato informato, al momento dell’acquisto, *«delle reali caratteristiche del prodotto azionario, in particolare della sua natura illiquida e di non negoziabilità in mercati regolamentati, nonché fortemente esposta al rischio di un mancato rimborso»*.

Sulla base di quanto esposto, il ricorrente conclude chiedendo al Collegio di dichiarare l’intermediario tenuto al risarcimento dei danni in misura pari alla perdita subita, che quantifica in € 5.769,00.

**3.** L’intermediario si è regolarmente costituito chiedendo il rigetto del ricorso.

Il resistente eccepisce, in via preliminare, l’inammissibilità del ricorso *ex art. 12, comma 2, lett. b), Regolamento ACF*, in quanto i danni lamentati dal ricorrente sono intervenuti a distanza di sette anni dall’operazione oggetto di contestazione, sicché non potrebbero essere considerati conseguenza immediata e diretta dell’inadempimento dei propri obblighi informativi da parte dell’intermediario.

In ogni caso, nel merito, il resistente deduce l’infondatezza del ricorso. L’intermediario sostiene che il proprio dante causa ha sempre correttamente adempiuto gli obblighi di informazione al momento dell’acquisto delle azioni e che non vi è stata neppure alcuna violazione della Comunicazione CONSOB del 2 marzo 2009 concernente gli obblighi di informazione rafforzata per l’ipotesi di collocamento e distribuzione di strumenti finanziari illiquidi. Il resistente sostiene, infatti, che le azioni oggetto del contendere sarebbero state caratterizzate, negli anni tra il 2009 e il 2014, da un elevato livello di liquidità, come dimostrerebbe una perizia redatta da un consulente indipendente (che viene prodotta agli atti).

Il resistente contesta, infine, la quantificazione del danno. Al riguardo il ricorrente sostiene che la svalutazione delle azioni oggetto di contestazione è stata il frutto di eventi sopravvenuti alle negoziazioni, e che pertanto il ricorrente ha concorso colposamente al verificarsi del danno ai sensi dell’art. 1227 c.c., avendo deciso di mantenere le azioni e rinunciato a venderle ad un prezzo che gli avrebbe consentito di ridurre notevolmente il danno lamentato. Il resistente segnala, altresì, che ai fini

della quantificazione del danno si dovrebbero considerare, in detrazione, i dividendi percepiti tanto in natura (n. 3 azioni ricevute gratuitamente nel 2015) quanto in denaro (per un importo complessivo di € 135,0), nonché sia il fatto che il ricorrente si è visto assegnati n. 4 warrant per azione, per un totale di n. 1.212 warrant, sia la circostanza che, a seguito della fusione per incorporazione, il ricorrente è attualmente titolare di azioni della società incorporante che gli assicurano il continuo incasso di dividendi.

4. Il ricorrente non si è avvalso della facoltà di presentare deduzioni integrative di cui all'art. 11, comma 5, Regolamento ACF.

## **DIRITTO**

1. L'eccezione di inammissibilità del ricorso – che sottende, in realtà, un'eccezione di incompetenza dell'Arbitro a conoscere della controversia, in quanto asseritamente estranea all'ambito di quelle ad esso devolvibili ai sensi dell'art. 4 – non coglie nel segno.

Gli è, infatti, che il tema della eventuale non riconducibilità, sotto il profilo causale, del danno lamentato per l'inadempimento da parte dell'intermediario, al momento dell'investimento eseguito dal cliente, degli obblighi di informazione sulle caratteristiche dello strumento finanziario oggetto dell'acquisto, costituisce una questione di merito, che può, ove accertata, condurre al rigetto del ricorso, ma non impinge certo sulla ammissibilità del medesimo, e meno che mai sulla competenza dell'Arbitro, la quale si valuta, oltretutto, come da consolidato orientamento del Collegio ed in analogia con gli orientamenti della Suprema Corte per l'accertamento della competenza giurisdizionale, in base al c.d. principio della prospettazione, ossia della domanda come formulata dall'attore.

2. Nel merito il ricorso è parzialmente fondato, nei limiti delle considerazioni che seguono.

La doglianza del ricorrente si concentra sull'inadempimento in cui sarebbe incorso l'intermediario dante causa del resistente ai propri obblighi di informazione, sia di carattere per così dire generale, ossia per non averlo reso edotto della natura e delle

caratteristiche del titolo, sia, più nello specifico, per non averlo informato della sua illiquidità.

Orbene, mentre sotto il secondo aspetto la censura non è fondata, giacché il resistente ha dimostrato in maniera convincente - attraverso la perizia prodotta agli atti le cui conclusioni il Collegio ha già valutato, in precedenti decisioni, come attendibili (cfr. decisioni nn. 3780 e 3781 del 18 maggio 2021) - che, almeno nel periodo 2009-2014, le azioni oggetto del contendere erano dotate di un significativo livello di liquidità e che pertanto le regole dettate dalla Comunicazione CONSOB del 2 marzo 2009 non dovevano essere applicate, a diversa conclusione si deve, invece, giungere, con riferimento alla prima doglianza.

Come questo Collegio ha avuto modo più volte di sottolineare l'intermediario è tenuto a dimostrare di aver assolto gli obblighi informativi "*in concreto*," e non in modo meramente formalistico, in quanto solo il loro effettivo assolvimento può consentire al cliente di valutare le reali caratteristiche dell'operazione e conseguentemente permettergli di compiere una consapevole scelta d'investimento. Da tale principio deriva, pertanto, che la mera prova, come nella specie, della consegna dei documenti sui rischi generali degli investimenti in occasione della stipula del contratto quadro – peraltro risalente rispetto alle operazioni in questione – non può ritenersi sufficiente al fine di dimostrare il corretto assolvimento dei propri obblighi da parte del dante causa del resistente.

3. L'inadempimento dell'intermediario deve ritenersi dotato, presuntivamente, di rilevanza causale nella scelta di investimento, e conseguentemente nella produzione del danno, in quanto, in ossequio ai principi di inferenza probabilistica, deve assumersi che in presenza di una chiara informazione sul fatto che si trattava di azioni e di quali erano i rischi del concreto strumento finanziario oggetto dell'operazione di investimento il ricorrente si sarebbe astenuto dal darvi corso, anche considerato il suo profilo di investitore che, oltre ad essere privo di particolare esperienza in materia finanziaria (il titolo di studio è la licenza elementare) aveva anche dichiarato di perseguire come obiettivo la rivalutazione del capitale ma esponendolo a «*oscillazioni molto limitate*».

4. Per quanto concerne la misura del risarcimento del danno, lo stesso deve essere liquidato, come già affermato in analoghe decisioni intervenute sulla medesima vicenda, in misura pari alla differenza tra il controvalore investito e il valore dei titoli al prezzo unitario di € 0,50, coincidente con il prezzo *up-front* al quale le azioni sono state pagate agli azionisti che le hanno apportate alla Offerta Pubblica di Acquisto volontaria promossa dal resistente sulle azioni oggetto del contendere, ulteriormente detratti i dividendi sino ad allora percepiti.

Facendo applicazione di tali principi, il danno può essere liquidato in € 5.509,50, risultante dalla differenza tra il capitale investito (€ 5.769,00) il valore che il ricorrente avrebbe ritratto se avesse aderito all'OPA (€ 151,50, che valorizza, in aggiunta alle n. 300 azioni oggetto di acquisto, anche le 3 azioni ricevute negli anni a titolo gratuito in quanto beneficio comunque ritratto dall'investimento), e detratti altresì i dividendi percepiti in denaro sino al momento della incorporazione dell'intermediario da parte del resistente, ossia l'ulteriore somma di € 108,00. All'ammontare così liquidato deve aggiungersi la somma di € 330,57, a titolo di rivalutazione monetaria.

5. Non può essere, invece, seguita la soluzione avanzata dall'intermediario che propone di detrarre anche sia (i) il valore dei *warrant*, detenuti dal ricorrente in conseguenza del fatto che egli, avendo conservato i titoli emessi dalla banca dante causa, è poi divenuto, per effetto della successiva fusione per incorporazione, azionista della resistente, sia (ii) i dividendi percepiti dal ricorrente negli anni anche in ragione delle azioni ricevute in concambio, appunto per effetto della fusione.

Il criterio proposto rappresenta, infatti, un *criterio alternativo* rispetto a quello indicato nei citati orientamenti dal Collegio che detraendo, anche per chi non vi abbia aderito, il valore delle azioni che sarebbe stato realizzabile tramite l'adesione all'OPA, fa applicazione della regola che impone al danneggiato di adottare le iniziative volte alla minimizzazione del danno, e che pertanto liquida il risarcimento detraendo le utilità che sarebbero state conseguibili in ragione di un disinvestimento. Il criterio della detrazione delle utilità rivenienti dalla fusione non è, invece, suscettibile di essere applicato cumulativamente con la detrazione del valore realizzabile con adesione all'OPA. A ritenere altrimenti si finirebbe, infatti,

per adottare una soluzione contraddittoria – eccessivamente penalizzante per l’investitore - perché per un verso si ipotizza che egli non ha diritto al ristoro per quanto avrebbe potuto ottenere disinvestendo tramite l’offerta, ma per altro verso gli si riduce l’ammontare del risarcimento anche detraendo utilità che conseguono proprio al fatto di non aver disinvestito e di avere, invece, “*conservato*” l’investimento, seppure ridefinito nella sua conformazione per effetto dell’avvenuto concambio in azioni della resistente.

**6.** In conclusione, quel che si intende osservare è che delle due l’una: *(i)* o si calcola il danno ipotizzando quello che il ricorrente avrebbe dovuto fare e non ha fatto, ossia liquidare l’investimento tramite OPA, e pertanto si determina il risarcimento in misura pari alla differenza tra capitale investito e quanto realizzabile liquidando le azioni; oppure *(ii)* si calcola il danno tenendo conto di quanto effettivamente avvenuto, ossia la conservazione delle azioni e il conseguente concambio, e pertanto si determina il risarcimento in misura pari alla differenza del capitale investito, detratto il valore delle azioni ricevute in concambio e le altre utilità connesse alla fusione. Quanto testé rilevato sostanzia riconsiderazione, in senso emendativo, dell’orientamento recentemente fatto proprio da questo Collegio in presenza di fattispecie analoga (v. decisione n. 3705 del 5 maggio 2021) che, pertanto, deve intendersi superato.

### **PQM**

In parziale accoglimento del ricorso, il Collegio dichiara l’intermediario tenuto a corrispondere al ricorrente la somma complessiva rivalutata di € 5.840,07 per i titoli di cui in narrativa, oltre interessi dalla data della decisione sino al soddisfo, e fissa il termine per l’esecuzione in trenta giorni dalla ricezione della medesima.

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](http://www.acf.consob.it),  
sezione “Intermediari”.

Il Presidente  
Firmato digitalmente da:  
Gianpaolo Eduardo Barbuzzi