



**ARBITRO PER LE CONTROVERSIE FINANZIARIE**

Il Collegio  
composto dai Signori

Dott. G. E. Barbuzzi – Presidente  
Prof. M. Rispoli Farina - Membro  
Cons. Avv. D. Morgante – Membro  
Prof. Avv. G. Guizzi – Membro  
Avv. D. Patera – Membro supplente

Relatore: Prof. Avv. G. Guizzi

nella seduta dell'11 giugno 2021, in relazione al ricorso n. 5924, 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 e della mancata rilevazione dell'inappropriatezza delle operazioni rispetto al profilo. Questi, in sintesi, i fatti oggetto del procedimento e considerati come rilevanti dal Collegio ai fini della decisione.

*2.* Dopo aver presentato un reclamo in data 15 maggio 2019, cui l'intermediario ha dato riscontro con nota del 13 giugno dello stesso anno in maniera giudicata

insoddisfacente, i ricorrenti, avvalendosi dell'assistenza di un difensore, si sono rivolti all'Arbitro per le Controversie Finanziarie, rappresentando quanto segue.

I ricorrenti premettono di aver instaurato, con contratto sottoscritto il 28 gennaio 2011 in regime di cointestazione, un rapporto per la prestazione di servizi di investimento con l'intermediario e di aver eseguito suo tramite, sino alle operazioni per cui è controversia, investimenti esclusivamente in obbligazioni ordinarie emesse dal medesimo. I ricorrenti espongono, quindi, di aver acquistato, in data 10 giugno 2013, obbligazioni subordinate emesse dal resistente per un valore nominale di € 200.000,00 e un controvalore effettivo di investimento di € 181.862,88, sostenendo di essersi risolti all'investimento su indicazione del funzionario della filiale e rassicurati dalle sue dichiarazioni circa la sicurezza del titolo e senza sapere che si trattava di obbligazioni subordinate.

I ricorrenti - che a seguito della conversione coattiva delle obbligazioni, intervenuta in data 28 luglio 2017 nell'ambito dell'operazione di ricapitalizzazione precauzionale dell'intermediario, si sono visti assegnare n. 23.121 azioni, che hanno poi venduto il 28 marzo 2018, ricavandone € 62.368,67 – chiedono di essere risarciti del pregiudizio sofferto, quantificato in € 119.494,21, ossia in misura pari alla differenza tra il capitale investito e quanto ritratto dalla liquidazione dell'investimento. I ricorrenti, infatti, si dolgono: (i) di non aver ricevuto alcuna informazione sulla natura subordinata; (ii) del carattere inaccurato dell'attività svolta per tracciarne il profilo, che sarebbe stato rilevato in maniera opportunistica, oltretutto sulla base di un questionario «*rivolto ad acquisire informazioni mediante tecniche di natura autodichiarativa e autovalutativa*», e dunque non adeguato a tracciare il profilo di investitore in maniera attendibile; (iii) del mancato svolgimento della valutazione di adeguatezza, a loro dire dovuta in ragione della prestazione del servizio di consulenza.

**3.** L'intermediario si è costituito nei termini prescritti dal Regolamento, chiedendo il rigetto del ricorso.

Il resistente contesta quanto affermato dai ricorrenti. L'intermediario osserva che i ricorrenti non sono affatto investitori inesperti, e che essi sarebbero stati pienamente consapevoli delle caratteristiche dell'investimento e dell'elevato grado di rischio

delle obbligazioni subordinate, che oltretutto già conoscevano avendone detenute altre in portafoglio, e che d'altronde emergeva pure dal fatto che le obbligazioni venivano acquistate ben dieci punti al disotto del loro valore nominale, così fruttando un rendimento elevato *«pari a quasi il doppio di quello di un BTP»*. L'intermediario contesta che l'acquisto sia stato eseguito a valle della prestazione di un servizio di consulenza ed afferma di avere correttamente adempiuto gli obblighi di informazione. A tale riguardo il resistente sottolinea che l'indicazione dell'obbligazione come *“ordinaria”* era consentita dalla disciplina vigente *ratione temporis* e che in ogni caso sull'ordine di acquisto era riportata l'elevata classe di rischio dell'investimento.

Il resistente contesta, infine, la quantificazione del danno. L'intermediario sottolinea che l'eventuale liquidazione del risarcimento deve essere effettuata detraendo sia le cedole percepite *medio tempore* dai ricorrenti, pari a € 30.200,00, sia il valore delle n. 23.121 azioni da conteggiare tuttavia al momento della loro riammissione a quotazione il 25 ottobre 2017, per un importo pari a € 105.200,55. Secondo l'intermediario, dunque, a tutto concedere, il danno ammonterebbe ad € 46.462,13.

**4.** I ricorrenti si sono avvalsi della facoltà di presentare deduzioni integrative ai sensi dell'art. 11, comma 5, Regolamento ACF.

I ricorrenti negano di essere investitori esperti. Al riguardo osservano che già all'epoca dei fatti avevano entrambi raggiunto l'età pensionabile, ed avevano entrambi un bassissimo grado di scolarizzazione. Sicché non sarebbe *«credibile né pensabile che possano aver avuto intenti speculativi che avrebbero potuto mettere a repentaglio i risparmi di una vita di lavoro»*. I ricorrenti insistono nell'affermare di aver sempre fatto esclusivo affidamento sui consigli del funzionario della filiale, che aveva indirizzato tutti i loro precedenti investimenti in titoli della banca.

**5.** Anche il resistente si è avvalso della facoltà di replicare ai sensi dell'art. 11, comma 6, Regolamento, senza peraltro apportare sostanziali elementi di novità al dibattito.

## DIRITTO

1. La domanda è fondata.

La questione centrale – in questo come in molti altri casi analoghi che hanno coinvolto l’intermediario in relazione alla vendita di propri titoli subordinati, poi sottoposti alla misura del *burden sharing* e oggetto di conversione coattiva in azioni – è se possano considerarsi correttamente adempiuti gli obblighi di informazione, al momento in cui l’operazione di investimento è stata conclusa, nei casi in cui gli strumenti finanziari sono stati descritti come appartenenti al gruppo delle “*obbligazioni ordinarie*”, e senza dare alcuna indicazione in merito alla loro natura di strumenti subordinati.

Orbene, il Collegio ha già avuto modo di sottolineare ripetutamente come in tali evenienze l’obbligo di informativa non possa essere considerato correttamente assolto.

2. Sotto questo profilo non coglie, dunque, nel segno la considerazione del resistente che invoca la circostanza che all’epoca non esistesse alcuna previsione di rango regolamentare che prescrivesse l’indicazione della natura subordinata, neppure nell’anagrafica del titolo. Come più volte rammentato, il fatto che l’ordinamento non imponesse, imperativamente, che l’indicazione della natura subordinata risultasse sin dall’anagrafica, non significa affatto che l’intermediario non dovesse informare, ai sensi dell’art. 21 TUF, il cliente dell’esistenza della clausola di subordinazione, o che egli potesse persino descrivere lo strumento come appartenente alla classe delle obbligazioni ordinarie.

Un’obbligazione subordinata è, infatti, uno strumento finanziario che incorpora un livello di rischio di genere e natura diversi da quelli di un’obbligazione ordinaria, sicché si tratta – anche in assenza di un obbligo regolamentare di indicarlo nell’anagrafica – di una informazione che non può non essere resa al momento dell’investimento, perché senza di essa il cliente non può adeguatamente apprezzare il rischio dell’operazione che compie, e dunque non può orientarsi in maniera consapevole nelle scelte che riguardano l’allocazione del proprio risparmio.

3. L’inadempimento dell’intermediario è dotato di sicura rilevanza causale. In ossequio al principio del “*più probabile che non*” deve, infatti, ritenersi che se

fossero stati informati della natura subordinata delle obbligazioni oggetto del contendere, e se fosse stato loro illustrato che si trattava di strumenti aventi un livello di rischio maggiore rispetto alle obbligazioni ordinarie, i ricorrenti si sarebbero astenuti dall'acquistarle.

Ad esito diverso non può d'altronde giungersi, come vorrebbe il resistente, neppure argomentando che tale informazione sarebbe stata indifferente per i ricorrenti, dal momento che già detenevano altri strumenti subordinati. Di là dalla considerazione che nel caso di specie non è provato che i ricorrenti avessero autentica consapevolezza della natura subordinata anche degli altri titoli presenti in portafoglio, il punto dirimente è, come il Collegio ha avuto modo in altre occasioni di sottolineare, che la circostanza che in altre occasioni i ricorrenti abbiano investito in strumenti subordinati non basta di per sé a dimostrare che anche nell'occasione oggetto del contendere essi avessero intenzione di investire in titoli della stessa natura, e che dunque in presenza di una corretta informazione avrebbero confermato la scelta di investimento.

**4.** Quanto alla determinazione della misura del risarcimento del danno, è avviso del Collegio che nel caso in esame possa farsi applicazione del criterio consolidatosi negli orientamenti dell'Arbitro in relazione alle vicende che hanno riguardato la vendita da parte dell'intermediario delle proprie obbligazioni subordinate in presenza di inadempimento degli obblighi informativi in relazione all'esistenza della clausola di subordinazione. Il risarcimento deve, dunque, essere liquidato in misura pari alla differenza tra il controvalore investito (€ 181.862,68), le cedole percepite (€ 30.200,00) – in quanto utilità comunque ritratte dall'acquisto degli strumenti finanziari e che nello scenario controfattuale di “*non investimento*” i ricorrenti non avrebbero ottenuto - e la somma che i ricorrenti avrebbero potuto trarre se, in applicazione del principio che impone al danneggiato di agire per minimizzare il danno, avessero anticipato la vendita delle azioni ottenute con la conversione alla data della loro riammissione a quotazione, il 25 ottobre 2017 (€ 105.200,55 calcolato moltiplicando 23.121 azioni per il prezzo di € 4,55).

5. In conclusione, il risarcimento deve essere determinato nella misura di € 46.462,13. Al risarcimento come liquidato deve aggiungersi la somma di € 1.765,56 a titolo di rivalutazione monetaria.

### **PQM**

In parziale accoglimento del ricorso il Collegio dichiara l'intermediario tenuto a corrispondere ai ricorrenti la somma complessiva di € 48.227,69 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



**ARBITRO PER LE CONTROVERSIE FINANZIARIE**

Il Collegio  
composto dai Signori

Dott. G. E. Barbuzzi – Presidente  
Prof. M. Rispoli Farina - Membro  
Cons. Avv. D. Morgante – Membro  
Prof. Avv. G. Guizzi – Membro  
Avv. D. Patera – Membro supplente

Relatore: Prof. Avv. G. Guizzi

nella seduta dell'11 giugno 2021, in relazione al ricorso n. 5933, 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 e della mancata rilevazione dell'inappropriatezza delle operazioni rispetto al profilo. Questi, in sintesi, i fatti oggetto del procedimento e considerati come rilevanti dal Collegio ai fini della decisione.

*2.* Dopo aver presentato un reclamo in data 19 maggio 2019, cui l'intermediario ha dato riscontro con nota del 18 giugno dello stesso anno in maniera giudicata

insoddisfacente, i ricorrenti, avvalendosi dell'assistenza di un difensore, si sono rivolti all'Arbitro per le Controversie Finanziarie, rappresentando quanto segue.

I ricorrenti espongono di aver acquistato, attraverso due operazioni eseguite rispettivamente il 25 maggio 2009 e il 27 settembre 2010, obbligazioni subordinate emesse dal resistente per complessivi nominali € 200.000,00 (le due operazioni sono state effettuate ciascuna per nominali € 100.000,00) e per un controvalore effettivo di investimento di € 181.032,85. I ricorrenti – che affermano di aver sempre avuto una bassissima propensione al rischio e di avere investito fino a quel momento esclusivamente in titoli di Stato - sostengono che le operazioni furono loro «caldegiate» dal funzionario della filiale, che le descrisse come titoli assolutamente sicuri.

I ricorrenti - che a seguito della conversione coattiva delle obbligazioni, intervenuta in data 28 luglio 2017 nell'ambito dell'operazione di ricapitalizzazione precauzionale dell'intermediario, si sono visti assegnare n. 23.121 azioni, che hanno poi venduto, peraltro a loro dire contro il consiglio dell'intermediario, il 26 ottobre 2018, ricavandone € 32.759,31 – chiedono di essere risarciti del pregiudizio sofferto, quantificato in € 152.273,04, ossia in misura pari alla differenza tra il capitale investito e quanto ritratto dalla liquidazione dell'investimento. I ricorrenti, infatti, si dolgono: (i) di non aver ricevuto alcuna informazione sulla natura subordinata; (ii) del carattere inaccurato dell'attività svolta per tracciarne il profilo, che sarebbe stato rilevato in maniera opportunistica oltretutto sulla base di un questionario «rivolto ad acquisire informazioni mediante tecniche di natura autodichiarativa e autovalutativa», e dunque non adeguato a tracciare il profilo di investitore in maniera attendibile; (iii) del mancato svolgimento della valutazione di adeguatezza, a loro dire dovuta in ragione della prestazione del servizio di consulenza.

**3.** L'intermediario si è costituito nei termini prescritti dal Regolamento, chiedendo il rigetto del ricorso.

Il resistente contesta quanto affermato dai ricorrenti. L'intermediario osserva che i ricorrenti non sono affatto investitori inesperti, e che essi sarebbero stati pienamente consapevoli delle caratteristiche dell'investimento e dell'elevato grado di rischio



delle obbligazioni subordinate, che oltretutto già conoscevano avendone detenute altre all'interno di un portafoglio che presentava molti strumenti particolarmente rischiosi. L'intermediario rileva anzi che, diversamente da quanto rappresentato dai ricorrenti, la somma impiegata nella seconda operazione per cui è controversia, non sarebbe riveniente dal rimborso di titoli di Stato, bensì proprio dal rimborso di un'altra obbligazione subordinata.

Il resistente contesta che l'acquisto sia stato eseguito a valle della prestazione di un servizio di consulenza ed afferma di avere correttamente adempiuto gli obblighi di informazione. A tale riguardo il resistente sottolinea che l'indicazione dell'obbligazione come "*ordinaria*" era consentita dalla disciplina vigente *ratione temporis* e che in ogni caso sull'ordine di acquisto era riportata l'elevata classe di rischio dell'investimento. L'intermediario sostiene, in ogni caso, che i ricorrenti avrebbero acquisito piena contezza della natura subordinata degli strumenti il 27 giugno 2012, quando ricevettero una comunicazione con la quale venivano informati, quali possessori di obbligazioni subordinate, della promozione di un'offerta pubblica di scambio con obbligazioni *senior*, e comunque al più tardi il 30 giugno 2016, quando fu comunicato loro il primo rendiconto indicante espressamente che si trattava di titoli subordinati.

Il resistente contesta, infine, la quantificazione del danno. L'intermediario sostiene, in primo luogo, che se i ricorrenti avessero venduto le obbligazioni subordinate il 30 giugno 2016 essi avrebbero potuto realizzare la somma di € 174.759,22, e dunque, tenuto conto dei flussi cedolari percepiti, neutralizzare qualsivoglia danno. In ogni caso il resistente sottolinea che anche ad ammettere che i ricorrenti abbiano avuto contezza della reale natura delle obbligazioni solo quando le stesse furono convertite in azioni, l'eventuale liquidazione del risarcimento dovrebbe tenere conto non solo delle cedole percepite *medio tempore* dai ricorrenti, pari a € 14.021,63, ma anche del valore delle azioni ricevute in conversione (che peraltro il resistente indica in sole n. 11.560) da conteggiare tuttavia al momento della loro riammissione a quotazione il 25 ottobre 2017.

**4.** I ricorrenti si sono avvalsi della facoltà di presentare deduzioni integrative ai sensi dell'art. 11, comma 5, Regolamento ACF.

I ricorrenti negano di essere investitori esperti. Con riguardo alla loro pregressa operatività in titoli subordinati – evocata dal resistente per inferirne la conoscenza di tale tipologia di strumento – i ricorrenti affermano di avere «*sempre creduto di investire in obbligazioni ordinarie che rimborsavano in ogni caso il capitale a scadenza*», senza che nessuno mai aveva comunicato loro l'esistenza della clausola di subordinazione. I ricorrenti osservano, altresì, che «*la composizione del portafoglio dei ricorrenti era concentrata all'80% su obbligazioni, talvolta soltanto [della Banca] in spregio alla regola fondamentale di diversificazione*».

5. Anche il resistente si è avvalso della facoltà di replicare ai sensi dell'art. 11, comma 6, Regolamento.

L'intermediario insiste nel sottolineare che gli investimenti effettuati dai ricorrenti prima delle operazioni contestate avevano una classe di rischio analoga agli strumenti oggetto del ricorso.

## **DIRITTO**

*I.* La domanda è fondata.

La questione centrale – in questo come in molti altri casi analoghi che hanno coinvolto l'intermediario in relazione alla vendita di propri titoli subordinati, poi sottoposti alla misura del *burden sharing*, e oggetto di conversione coattiva in azioni – è se possano considerarsi correttamente adempiuti gli obblighi di informazione, al momento in cui l'operazione di investimento è stata conclusa, nei casi in cui gli strumenti finanziari sono stati descritti come appartenenti al gruppo delle “*obbligazioni ordinarie*”, e senza dare alcuna indicazione in merito alla loro natura di strumenti subordinati.

Orbene, il Collegio ha già avuto modo di sottolineare ripetutamente come in tali evenienze l'obbligo di informativa non possa essere considerato correttamente assolto.

2. Sotto questo profilo non coglie, dunque, nel segno la considerazione del resistente che invoca la circostanza che all'epoca non esistesse alcuna previsione di rango regolamentare che prescrivesse l'indicazione della natura subordinata, neppure nell'anagrafica del titolo. Come più volte rammentato, il fatto che

l'ordinamento non imponesse, imperativamente, che l'indicazione della natura subordinata risultasse sin dall'anagrafica, non significa affatto che l'intermediario non dovesse informare, ai sensi dell'art. 21 TUF, il cliente dell'esistenza della clausola di subordinazione, o che egli potesse persino descrivere lo strumento come appartenente alla classe delle obbligazioni ordinarie.

Un'obbligazione subordinata è, infatti, uno strumento finanziario che incorpora un livello di rischio di genere e natura diversi da quelli di un'obbligazione ordinaria, sicché si tratta – anche in assenza di un obbligo regolamentare di indicarlo nell'anagrafica – di una informazione che non può non essere resa al momento dell'investimento, perché senza di essa il cliente non può adeguatamente apprezzare il rischio dell'operazione che compie, e dunque non può orientarsi in maniera consapevole nelle scelte che riguardano l'allocazione del proprio risparmio.

**3.** L'inadempimento dell'intermediario è dotato di sicura rilevanza causale. In ossequio al principio del *“più probabile che non”* deve infatti ritenersi che se fossero stati informati della natura subordinata delle obbligazioni oggetto del contendere, e se fosse stato loro illustrato che si trattava di strumenti aventi un livello di rischio maggiore rispetto alle obbligazioni ordinarie, i ricorrenti si sarebbero astenuti dall'acquistarle.

Ad esito diverso non può d'altronde giungersi, come vorrebbe il resistente, neppure argomentando che tale informazione sarebbe stata indifferente per i ricorrenti, dal momento che già avevano investito in altri strumenti subordinati. Di là dalla considerazione che nel caso di specie non è provato che i ricorrenti avessero autentica consapevolezza della natura subordinata anche degli altri titoli presenti a quella data in portafoglio, il punto dirimente è, come il Collegio ha avuto modo in altre occasioni di sottolineare, che la circostanza che in precedenti occasioni i ricorrenti abbiano investito in strumenti subordinati non basta di per sé a dimostrare che anche nell'occasione oggetto del contendere essi avessero intenzione di investire in titoli della stessa natura, e che dunque in presenza di una corretta informazione avrebbero confermato la scelta di investimento.

**4.** Quanto alla determinazione della misura del risarcimento del danno, è avviso del Collegio che nel caso in esame possa farsi applicazione del criterio consolidatosi

negli orientamenti dell'Arbitro in relazione alle vicende che hanno riguardato la vendita da parte dell'intermediario delle proprie obbligazioni subordinate in presenza di inadempimento degli obblighi informativi in relazione all'esistenza della clausola di subordinazione. Il risarcimento deve, dunque, essere liquidato in misura pari alla differenza tra il controvalore investito (€ 185.032,35), le cedole percepite (€ 13.774,47) – in quanto utilità comunque ritratte dall'acquisto degli strumenti finanziari e che nello scenario controfattuale di “*non investimento*” i ricorrenti non avrebbero ottenuto - e la somma che i ricorrenti avrebbero potuto trarre se, in applicazione del principio che impone al danneggiato di agire per minimizzare il danno, avessero anticipato la vendita delle azioni ottenute con la conversione alla data della loro riammissione a quotazione, il 25 ottobre 2017 (€ 105.200,55 calcolato moltiplicando le azioni in loro possesso – che ammontano a n. 23.121 e non a n. 11.560 come erroneamente indicato dal resistente - per il prezzo di € 4,55). Non vi sono, infatti, elementi sufficienti per dimostrare che i ricorrenti avrebbero potuto percepire la natura subordinata delle obbligazioni in un momento antecedente alla loro conversione coattiva in azioni in occasione della ricapitalizzazione precauzionale cui l'intermediario è stato sottoposto, e poi più in particolare che essi avrebbero potuto percepirla vuoi con la comunicazione, peraltro massiva e non individualizzata, riguardante la generica offerta di scambio né con la ricezione dell'estratto conto al 30 dicembre 2015.

5. In conclusione, il risarcimento deve essere determinato nella misura di € 66.057,33. Al risarcimento come liquidato deve aggiungersi la somma di € 7.926,88 a titolo di rivalutazione monetaria.

### **PQM**

In parziale accoglimento del ricorso, il Collegio dichiara l'intermediario tenuto a corrispondere ai ricorrenti la somma complessiva di € 73.984,21 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 € 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](http://www.acf.consob.it), sezione "Intermediari".

Il Presidente  
Firmato digitalmente da:  
Gianpaolo Eduardo Barbuzzi