



ARBITRO PER LE CONTROVERSIE FINANZIARIE

Il Collegio

composto dai signori

Dott. G.E. Barbuzzi – Presidente

Prof. Avv. M. de Mari – Membro

Prof.ssa M. Mori – Membro supplente

Prof. Avv. F. De Santis – Membro

Prof. Dott. Paolo Esposito – Membro

Relatore: Prof. Avv. F. De Santis

nella seduta del 26 maggio 2023, in relazione al ricorso n. 9284, dopo aver esaminato la documentazione in atti, ha pronunciato la seguente decisione.

FATTO

I. Il Ricorrente riferisce di aver effettuato, in date 25.11.2015 e 14.12.2015, tre operazioni di acquisto, aventi ad oggetto obbligazioni di emittenti esteri, per complessivi 250.000,00 euro di nominale; investimenti che gli hanno causato una perdita complessiva pari a 130.601,78 euro.

Ciò premesso, il Ricorrente contesta all'Intermediario:

- l'assenza del contratto quadro, con la conseguente nullità delle operazioni in lite, nonché l'assenza degli ordini di negoziazione;
- la violazione degli obblighi informativi in merito alla natura, alle caratteristiche, alla provenienza ed al rischio insito nelle obbligazioni,

negandogli il diritto ad esercitare una scelta d'investimento consapevole ed informata. In particolare, al momento dell'acquisto, l'Intermediario non gli aveva consegnato alcun documento informativo specifico avente ad oggetto lo strumento in esame, così sottacendo che il titolo era stato ripetutamente declassato dalle agenzie di *rating*. Del pari, nessuna notizia veniva resa: *i*) 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; *ii*) in relazione alla natura strutturata e complessa delle obbligazioni, che incorporavano un'opzione di tipo *put*, che gli avrebbe permesso di rivendere il titolo all'emittente al valore nominale, a determinate condizioni (ad esempio, un cambio di controllo e/o un *downgrade*), nonché, nel caso di una delle obbligazioni acquistate, anche un'opzione di tipo *call* in favore dell'emittente, il quale avrebbe potuto "richiamare" le obbligazioni;

- la mancata rappresentazione del carattere illiquido delle obbligazioni in lite, in violazione degli stringenti obblighi informativi dettati dalla Comunicazione Consob n. 9019104 del 2 marzo 2009;
- la non corretta valutazione del profilo finanziario del cliente.

In considerazione di quanto sopra, il Ricorrente ha chiesto all'ACF di condannare l'Intermediario al ristoro, per euro 130.601,78.

2. L'Intermediario ha resistito con deduzioni difensive, difendendo la correttezza del proprio operato; ha chiesto, quindi, il rigetto del ricorso in quanto infondato.

3. il Ricorrente ha presentato deduzioni integrative 14.9.2022, ribadendo ed implementando le proprie deduzioni difensive.

DIRITTO

I. Per quanto attiene alla documentazione contrattuale, è stata esibita copia del *“Modulo di richiesta per la prestazione dei servizi di investimento e della custodia e amministrazione di strumenti finanziari per conto dei clienti”*, sottoscritto dal Ricorrente il 30.8.2011, nel quale il medesimo ha dichiarato, tra l’altro, di aver ricevuto ed accettato il documento contenente le condizioni generali del contratto *“ed. maggio 2011”* ed il *“Foglio Informativo Analitico”* sui servizi di investimento *“n. 4 dell’11/07/2011”*, nonché di aver ricevuto e preso visione del documento *“Informazioni sugli strumenti/prodotti finanziari”*, edizione *“luglio 2010”*. L’Intermediario ha inoltre versato in atti copia del menzionato documento *“Condizioni generali che regolano il contratto per la prestazione dei servizi e delle attività di investimento e del servizio di custodia e amministrazione di strumenti finanziari per conto dei clienti”*, nella versione dell’ottobre 2015, nonché il *“Foglio Informativo Analitico”* nella versione n. 12 del 24.11.2014.

Attesa l’esaustività della documentazione versata in atti, l’eccezione di nullità delle operazioni di investimento formulata dal Ricorrente per mancanza del contratto quadro non è fondata, anche alla luce dell’orientamento del Collegio per il quale, affinché sia soddisfatto il requisito della forma scritta richiesto dall’art. 23 del TUF, non è necessario che tutte le informazioni pertinenti siano contenute in un unico modulo contrattuale, potendosi ritenere sufficiente, con valutazione da effettuare caso per caso sulla base della documentazione in atti, che le stesse siano riportate nella modulistica accessoria, ove debitamente richiamata in atti sottoscritti dal cliente (Decisione ACF n. 6229 del 29 dicembre 2022).

La previsione di nullità di cui all’art. 23 del TUF è, infatti, volta *“ad assicurare la piena indicazione al cliente degli specifici servizi forniti, della durata e delle modalità di rinnovo del contratto quadro e di modifica dello stesso, delle modalità proprie con cui si svolgeranno le singole operazioni, della periodicità, contenuti e documentazione da fornire in sede di rendicontazione, ed altro come specificamente indicato, considerandosi che è l’investitore che abbisogna di conoscere e di potere all’occorrenza verificare nel corso del rapporto il rispetto delle modalità di esecuzione e le regole che riguardano la vigenza del contratto,*

che è proprio dello specifico settore del mercato finanziario”; tale finalità “protettiva” nei confronti dell'investitore, poi, “si riverbera in via mediata sulla regolarità e sulla trasparenza del mercato del credito” (cfr., nei termini testé riportati, Cass., Sez. Un., 16 gennaio 2018, n. 898, le quali, su tali basi, hanno dettato il noto principio per il quale “il requisito della forma scritta del contratto-quadro relativo ai servizi di investimento, disposto dal D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, art. 23, è rispettato ove sia redatto il contratto per iscritto e ne venga consegnata una copia al cliente, ed è sufficiente la sola sottoscrizione dell'investitore, non necessitando la sottoscrizione anche dell'intermediario, il cui consenso ben si può desumere alla stregua di comportamenti concludenti dallo stesso tenuti”).

Considerata, dunque, la previsione contenuta nell'art. 23 del TUF in ordine alla forma del contratto sotto il punto di vista “funzionale” e non “strutturale”, anche come veicolo di trasparenza (operante non solo in favore dell'investitore, ma anche a fini del corretto funzionamento del mercato del credito), ritiene il Collegio che, nella fattispecie concreta, risulti adeguatamente provato, sulla base della documentazione in atti (da valutarsi sempre caso per caso), che al Ricorrente siano state fornite – per sua stessa dichiarazione rilasciata a forma scritta – le indicazioni contrattuali necessarie, a sua “protezione”, per metterlo in condizioni di conoscere (e di potere all'occorrenza verificare nel corso del rapporto) il rispetto delle modalità di esecuzione degli investimenti previste dal contratto quadro e le regole riguardanti la vigenza del contratto medesimo.

2. Quanto agli ordini di negoziazione, l'Intermediario ha versato in atti le schermate tratte dagli archivi informatici della Banca, che riepilogano la lista dei movimenti del *dossier* del Ricorrente in prossimità delle tre operazioni contestate; esse includono alcuni dati riferiti alle transazioni in lite tra cui il nome del Ricorrente, il numero del deposito titoli, la denominazione delle obbligazioni e le relative quantità acquistate, la data di registrazione e la data valuta, oltre che il numero di ordine, dati che trovano corrispondenza anche nelle note di “eseguito” delle operazioni disponibili in atti.

Malgrado l'Intermediario non abbia versato in atti specifiche evidenze dei collegamenti effettuati dal cliente alle suddette date (ad esempio file di log dai quali si possa riconciliare un codice identificativo associato al cliente), le condizioni generali del contratto prevedevano per il conferimento degli ordini, all'art. 5, la possibilità di operare *on-line*, modalità poi espressamente regolata al successivo art. 7 nel quale si rinviene, al comma 7, anche la richiamata clausola di attribuzione di piena efficacia probatoria, per quanto riguarda il servizio via internet, delle registrazioni telematiche delle comunicazioni e dei dati trasmessi all'atto del compimento di ogni operazione.

3. Quanto al rispetto degli obblighi informativi al momento degli investimenti, l'Intermediario ha sostenuto di aver reso puntuale informativa al Ricorrente mediante la piattaforma telematica, sulla quale il cliente ha eseguito le operazioni contestate.

Ma l'Intermediario non ha esibito evidenze idonee a comprovare i passaggi previsti dalla procedura nel corso dell'operatività *online* del cliente, non specificando neanche che tipo di informazioni sarebbero state rese disponibili, né versando in atti copie delle "schede prodotto" relative agli strumenti in lite.

Pertanto, anche assumendo che le operazioni siano state eseguite tramite la citata piattaforma, ritiene il Collegio che non si possa ritenere che l'Intermediario abbia dimostrato di aver assolto i propri obblighi informativi in modo corretto.

4. Riguardo alle profilature riferite al Ricorrente, gli *screenshot* esibiti dall'Intermediario, oltre a non essere supportati da alcun elemento probatorio ulteriore (ad esempio, *files* di *log* dai quali si possano desumere gli accessi alla piattaforma del Ricorrente, ovvero le azioni dal medesimo compiute alle rispettive date), hanno un contenuto essenziale, recando soltanto gli elementi riassuntivi dell'intervista, senza riportare alcuna domanda/risposta dalla quale possa verificarsi la congruità dell'attribuzione del profilo di volta in volta indicato.

L'Intermediario ha esibito un solo questionario Mifid in forma cartacea, completo di domande e risposta fornite dal cliente, dal medesimo sottoscritto ad agosto del 2011, quindi ben oltre 4 anni prima dell'inizio dell'operatività contestata, che gli

attribuiva un profilo di conoscenza ed esperienza “elevato” ed una tolleranza al rischio “intraprendente”.

In tale occasione, il cliente dichiarava di conoscere ed aver operato negli ultimi 24 mesi in diversi prodotti finanziari quali titoli di stato (BOT, BTP, CCT), obbligazioni anche strutturate, azioni, fondi ETF, Sicav, polizze *unit linked* e derivati, con importo medio di oltre 30.000 euro.

Risulta inoltre dal questionario un patrimonio complessivo “*sufficiente a garantirmi una certa tranquillità*”, l’assenza di impegni finanziari fissi, la capacità di risparmiare una parte cospicua del reddito, la proprietà di alti immobili oltre la casa di residenza. Quale obiettivo di investimento è evidenziata la ricerca di un rendimento elevato, nella consapevolezza di accettare un’elevata esposizione al rischio nell’arco di un orizzonte temporale di lungo periodo (oltre 7 anni).

Dagli atti si evince che, successivamente, il Ricorrente aggiornava tale profilo sia mediante intervista rilasciata in filiale nel gennaio del 2014 (che ridimensionava i parametri in “Medio” per esperienza e conoscenza, ed “Equilibrato” per tolleranza al rischio) che tramite TOL, in data 18 giugno 2015: profilo, quest’ultimo, che rileva al fine della valutazione delle operazioni contestate avvenute tra novembre 2015 ed aprile 2016. Tuttavia, in ordine a tale aggiornamento, si dispone esclusivamente del risultato sintetico dei due suddetti parametri, che subiscono un rialzo, essendo rispettivamente “Buono” e “Dinamico”, risultato che il Ricorrente ha messo in discussione, ma che non è possibile verificare.

L’Intermediario ha sostenuto di avere comunque valutato le operazioni contestate, comunicando al Ricorrente, tramite messaggi sulla piattaforma TOL, la non adeguatezza/appropriatezza delle prime due operazioni. A questo fine, l’Intermediario ha prodotto l’evidenza di due messaggi a suo dire inviati dal sistema al cliente, con segnalazioni che evidenziano, per le prime due operazioni, la dicitura “*portafoglio concentrato > 15% obbligazioni*”.

Tuttavia, la lista di messaggi esibita dall’Intermediario non riporta chiari elementi di riconducibilità al cliente (NDG identificativo del cliente, numero di dossier titoli, etc.) e non contiene alcuna evidenza della presa visione da parte del disponente delle citate avvertenze in un momento antecedente alla conclusione delle

operazioni, né della circostanza che il medesimo, malgrado dette segnalazioni, abbia dato conferma di voler procedere e dare comunque corso agli acquisti.

Secondo l'orientamento del Collegio, nell'ambito dell'operatività *on-line*, l'intermediario è tenuto a dotarsi di presidi organizzativi e piattaforme efficienti, che devono garantire l'adeguato assolvimento degli obblighi di correttezza e trasparenza nella prestazione dei servizi erogati e poter tracciare in modo puntuale l'intero processo d'investimento (cfr. decisioni ACF n. 1096 del 19 novembre 2018 e n. 6265 del 19 gennaio 2023), circostanza che nel caso in esame non è stata compiutamente dimostrata.

A tanto aggiungasi che la formulazione del messaggio riferita al solo eccesso di concentrazione non esplicita in modo sufficientemente chiaro un giudizio di non adeguatezza degli acquisti, né la circostanza che l'Intermediario intendesse, con tale messaggio, sconsigliare le operazioni.

Infine, nulla è stato esibito dall'Intermediario in relazione alla terza operazione d'investimento (avvenuta peraltro pochi mesi prima del *default* dell'emittente dei titoli oggetto dell'investimento medesimo), con ciò potendosi presumere che tale operazione non sia stata valutata oppure sia stata considerata adeguata.

5. Benché l'Intermediario non abbia dato sufficiente prova di aver tenuto un comportamento diligente sotto i diversi aspetti sopra evidenziati, non può nello stesso tempo non essere considerato che l'esame dei *dossier* titoli, sulla base delle rendicontazioni periodiche prodotte dall'Intermediario e riferite al periodo 2015-2018, non avvalorava il profilo di un soggetto con limitata esperienza in ambito finanziario richiamata nel ricorso introduttivo.

Al riguardo, risulta già di per sé indicativa la circostanza che i primi due acquisti di obbligazioni, eseguiti a meno di un mese di distanza l'uno dall'altro, siano avvenuti a prezzi ben inferiori al nominale ed in forte flessione, avendo i titoli perso in tale breve lasso temporale oltre 25 punti di valore (da 69,01 a 43,75%): parametro, quest'ultimo, che – insieme alla cedola piuttosto consistente – ne indicava chiaramente l'elevata rischiosità. Inoltre, dopo soli quattro mesi, il Ricorrente acquistava le altre obbligazioni, con cedola ancora più elevata delle precedenti, pur registrando quotazioni ancora più basse (26,50).

Da tali univoci elementi – uniti alla circostanza (riscontrabile negli *screenshot* degli ordini di acquisto) che, per entrambi i titoli, l’operatività del Ricorrente era iniziata diversi giorni prima delle operazioni poi realizzate ed oggi contestate, con tentativi di acquisti ineseguiti e/o revocati – si desume un evidente interesse del cliente verso gli strumenti acquistati, malgrado la loro effettiva rischiosità.

Inoltre, dalle rendicontazioni disponibili, si evince:

- l’abitudine del Ricorrente ad investire in strumenti obbligazionari, posto che nel corso del 2015, oltre alle operazioni contestate, il portafoglio del cliente (controvalore complessivo al 31.12.2015 di 302.960,00 euro) registrava movimenti in acquisto e successiva rivendita in BTP e obbligazioni espresse in euro o in USD, sia *corporate* che governative, talvolta eseguite a prezzi ben sotto la pari e rivendute in plusvalenza;
- l’acquisto, in data 2.2.2018 (molto dopo il *default* del gruppo di appartenenza dell’emittente), con successiva rivendita quattro giorni dopo, di un’altra obbligazione del tipo di quella in lite, acquistata a 41,06 e rivenduta a 41,27 in minima plusvalenza, oltre che l’acquisto di *bond* sovrani in USD, con cedola 6,875.

Tali elementi conducono a ritenere che il cliente si sarebbe comunque determinato agli acquisti contestati, anche se fosse stato correttamente informato, e che pertanto la sua pretesa non possa trovare accoglimento.

Il Collegio ha, infatti, escluso il nesso di causalità tra inadempimento e danno lamentato dal cliente, laddove gli elementi in atti danno conto (come nel caso di specie) di un’operatività piuttosto frequente, in epoca precedente ed in alcuni casi anche successiva alle operazioni contestate, avente ad oggetto i medesimi prodotti in lite e/o strumenti finanziari con caratteristiche analoghe, che non aveva dato luogo a contestazioni di sorta, neppure sotto il profilo della mancata conoscenza delle caratteristiche proprie dello strumento finanziario negoziato (cfr. Decisione n. 5658 del 20 luglio 2022, attinente ad una fattispecie simile a quella che qui ci occupa).

6. Quanto, infine, alle informazioni rese *on going*, l’Intermediario ha versato in atti le succitate rendicontazioni periodiche del *dossier* titoli del cliente, nelle quali

veniva indicato per i titoli detenuti anche il prezzo ed il controvalore alla data di riferimento del rendiconto, raffrontato al controvalore registrato nella precedente rendicontazione in caso di titoli già posseduti, ovvero a quello di acquisto, con ciò rendendo agevole la presa visione dell'andamento degli strumenti.

In ogni caso, riguardo all'informativa che l'intermediario è tenuto a fornire successivamente agli investimenti, il Collegio si è espresso più volte nel senso di ritenere non sussistente a carico dell'intermediario un obbligo di monitoraggio continuo degli investimenti al di fuori del servizio di gestione di portafogli o del servizio di consulenza, ove contrattualmente stabilito, servizio che non risulta essere stato fornito per gli investimenti contestati.

PQM

Il Collegio respinge il ricorso.

Il Presidente
Firmato digitalmente da:
Gianpaolo Eduardo Barbuzzi