



**ARBITRO PER LE CONTROVERSIE FINANZIARIE**

Il Collegio  
composto dai Signori

Dott. G.E. Barbuzzi – Presidente  
Prof. Avv. M. de Mari – Membro  
Prof. Avv. P. Fabbio – Membro supplente  
Prof. Avv. F. De Santis – Membro  
Prof. Dott. P. Esposito – Membro

Relatore: Prof. Avv. M. de Mari

nella seduta del 28 giugno 2023, in relazione al ricorso n. 9431, dopo aver esaminato la documentazione in atti, ha pronunciato la seguente decisione.

**FATTO**

*1.* La presente controversia concerne il tema del non corretto adempimento, da parte dell'intermediario, degli obblighi inerenti alla prestazione di un servizio di investimento, in particolare sotto il profilo dell'inadempimento degli obblighi informativi attivi e passivi.

Questi, in sintesi, i fatti individuati come rilevanti ai fini della decisione.

*2.* I due Ricorrenti, dopo aver presentato reclamo il 13 aprile 2022, cui l'Intermediario ha dato riscontro con nota del successivo 7 giugno in maniera giudicata insoddisfacente, avvalendosi dell'assistenza di un difensore, si sono rivolti all'Arbitro per le Controversie Finanziarie rappresentando quanto segue.

I Ricorrenti rappresentano di essere stati clienti dell'Intermediario fin dal 1991 e di essere stati assistiti, nel periodo intercorrente tra il 2011 e il 2018, da un promotore

finanziario assegnato loro dalla Banca, il quale, in data 14 marzo 2014, li esortava ad aprire un deposito titoli cointestato. I Clienti, precisando che fino al 2008 i loro risparmi sono stati investiti in OICR, asseriscono di aver liquidato i pregressi investimenti, dietro suggerimento del promotore, per acquistare in regime di consulenza numerosi titoli ad alto rischio e particolarmente speculativi – tra cui anche quelli oggetto del presente ricorso – presentati come “*strumenti finanziari sicuri che avrebbero garantito elevati rendimenti e guadagni*”. Invero, i Ricorrenti evidenziano che si trattava di titoli obbligazionari, acquistati tra l’aprile e il settembre 2015, a basso *rating* e con elevato rischio di *default*, evento poi effettivamente concretizzatosi con la conseguente perdita totale delle somme complessivamente investite che ammontavano a euro 17.396,54. Inoltre, gli odierni risparmiatori, sottolineando che il promotore “*li ha sempre rassicurati e non li ha mai informati sullo stato effettivo dei loro risparmi*”, rappresentano di aver preso coscienza delle perdite subite solamente successivamente al maggio 2017, quando il consulente si trasferiva presso altro intermediario e il Ricorrente chiedeva di acquisire tutta la documentazione sui suoi investimenti mai consegnata precedentemente.

Tanto premesso, i Ricorrenti lamentano:

- che la compilazione dei questionari Mifid, sulla base dei quali sono stati collocati gli strumenti qui in analisi, risulterebbe del tutto inattendibile, in quanto “*non trova (e non ha) riscontro nell’esperienza concreta e quotidiana dei clienti né l’alto grado di cultura finanziaria né l’approfondita conoscenza degli strumenti finanziari*” riportata nelle interviste citate. Per di più, i Ricorrenti evidenziano che, mentre nei Mifid del 2011 e del 2014 affermavano “*di non conoscere le obbligazioni in valuta estera e gli strumenti non tradizionali/Obbligazioni strutturate/ Warrant/Covered Warrant/Derivati*”, nella successiva profilatura del 2015 – di pochi mesi antecedente rispetto all’acquisto dei titoli per cui è controversia – dichiaravano, al contrario, la conoscenza anche degli strumenti poc’anzi citati: di talché, appare chiara la discrepanza tra il profilo soggettivo, come rappresentano nei questionari, e quello reale ed effettivo degli investitori. In aggiunta, i Ricorrenti rilevano

altresì che l'infedeltà della profilatura emerge ancor più relativamente al livello di tolleranza al rischio e all'orizzonte temporale degli investimenti, arbitrariamente modificati dal promotore in occasione della profilatura del 2015, al solo scopo *“di collocare ai clienti obbligazioni speculative [...] aggirando e, di fatto, invertendo la funzione di tutela che tale documento (MIFID) dovrebbe assolvere secondo la legge”*;

- l'inadeguatezza dei titoli per cui è controversia rispetto alla loro propensione e alla tolleranza al rischio (“bassa”), anche tenuto conto che i titoli obbligazionari erano classificati dal Resistente come “illiquidi” e quindi di natura complessa ai sensi della comunicazione n. 97996 del 22.12.2014. Parte Ricorrente rileva, poi, che, malgrado l'erogazione del servizio di consulenza, non è mai stata effettuata la valutazione di adeguatezza sui singoli titoli, né tantomeno una profilatura degli stessi da parte dell'Intermediario;
- che l'Intermediario ha violato i doveri di vigilanza allo stesso imposti dall'art. 31, comma 3, TUF, atteso che la contraddittorietà delle risultanze derivanti dall'attività di profilatura – specie alla luce del numero di casi analoghi interessati dallo stesso *modus operandi* del promotore – *“avrebbe dovuto allertare l'Intermediario e indurlo a effettuare opportune verifiche e controlli”*;
- la violazione degli obblighi di informazione che la normativa di settore pone in capo all'Intermediario, posto che il promotore non ha reso edotti i Clienti circa le caratteristiche e i rischi degli strumenti acquistati, non essendo sufficienti le mere dichiarazioni attestanti l'avvenuto rilascio dell'informativa rese in apertura di rapporto;
- che il danno patrimoniale subito è diretta conseguenza delle illustrate deficienze dell'Intermediario;

Alla luce di quanto sopra, i Ricorrenti chiedono che l'Intermediario sia condannato – in via principale – al risarcimento del danno emergente, quantificato in euro 17.396,54 ex art. 1453 c.c., ovvero – in via subordinata – al risarcimento del danno emergente, pari a euro 14.294,09, al netto delle cedole incassate. Ad ogni modo, gli investitori chiedono altresì la somma di euro 2.597,15, a titolo di lucro cessante,

nonché la corresponsione degli interessi legali dalla maturazione del credito al saldo.

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

Specifica innanzitutto che la classificazione di un investitore come “al dettaglio” non preclude certamente alla Banca di compiere una valutazione del profilo di rischio del Cliente, ben potendo quest'ultimo “*risultare – ancorché retail – un soggetto avente sufficiente conoscenza ed esperienza tale da giustificare la valutazione positiva in termini di appropriatezza*”. Tanto premesso, il Resistente ricostruisce la vicenda rappresentando che i rapporti contrattuali con i Clienti avevano inizio con la sottoscrizione del contratto quadro per la prestazione dei servizi d'investimento nel giugno 2008 e in tale occasione venivano acquisite anche le informazioni sui Clienti poi più volte aggiornate (7 profilature) nel corso del tempo, senza che fossero mai sollevate contestazioni di sorta. Peraltro, l'Intermediario sottolinea che, dalla documentazione *ex adverso* prodotta, oltre ad evincersi la significativa conoscenza ed esperienza dei Clienti, risulta altresì palese l'atteggiamento opportunistico dagli stessi posto in essere, in quanto, sebbene i Ricorrenti abbiano investito in numerosi strumenti del tutto analoghi ai soli due titoli per cui è controversia, i predetti strumenti, “*curiosamente, non formano oggetto di contestazione*” nel presente ricorso. Quanto alle modalità di perfezionamento degli investimenti in parola, l'Intermediario contesta recisamente che la sottoscrizione degli stessi sia avvenuta in regime di consulenza, specificando che tutte le operazioni oggetto del presente ricorso si sono perfezionate nell'ambito del servizio di ricezione e trasmissione ordini, atteso che le stesse “*sono state volute e disposte direttamente ed autonomamente [dai Ricorrenti], senza alcun consiglio*” da parte del promotore finanziario. Sul punto, la Banca evidenzia che, peraltro, incombe sui Ricorrenti l'onere di provare l'esistenza delle asserite raccomandazioni ricevute, ribadendo che il consulente si è limitato a compilare la relativa modulistica, in ossequio alle richieste pervenute dai Clienti. A conferma di tale assunto, Parte Resistente rappresenta che non operava sulla base di una “convenzione di collocamento” con il soggetto emittente delle singole obbligazioni,

di talché non poteva ritenersi sussistente alcun tipo di interesse in capo alla Banca nel promuovere gli investimenti contestati. Per di più, stando alle “norme generali di contratto per il servizio di consulenza in materia di investimenti e per il servizio di collocamento”, è categoricamente escluso che l’Intermediario potesse svolgere un servizio di consulenza rispetto alle obbligazioni di cui si dolgono gli odierni risparmiatori, dovendo, pertanto, ritenersi che essi le abbiano acquistate direttamente nel mercato secondario. Alla luce delle considerazioni appena esposte, l’Intermediario evidenzia che, pur non essendo tenuto, nel caso di specie, a compiere alcuna valutazione di adeguatezza, nondimeno “*a fronte delle richieste di investimento autonomamente formulate dai singoli clienti - come nel caso dei ricorrenti - si limitava [...] a svolgere mere simulazioni ad uso interno circa la adeguatezza di tali investimenti rispetto al profilo dei clienti*”, avvalendosi di un algoritmo diretto ad attribuire in maniera automatica un “*value at risk*”, ossia un parametro numerico attestante la perdita potenziale massima che ci si può aspettare su uno strumento/portafoglio. Ebbene, la Banca dichiara che i *report* in questione rivelano che le simulazioni di adeguatezza hanno sempre riportato esito positivo rispetto al profilo dei clienti, confermando l’adeguatezza dei singoli investimenti contestati. Passando agli invocati inadempimenti informativi, il Resistente rileva che, in sede di sottoscrizione dei contratti quadro i Ricorrenti dichiaravano – con tanto di sottoscrizione autografa, mai disconosciuta – di aver ricevuto ed accettato le “Condizioni generali di contratto per il servizio di consulenza in materia di investimenti e per il servizio di collocamento”, nonché il “Documento sulla natura e sui rischi degli strumenti finanziari”. A tal proposito, Parte Resistente sottolinea, inoltre, di aver correttamente adempiuto agli obblighi informativi attraverso “*la descrizione del tipo di strumento finanziario di cui si tratta, senza necessità di fornire di volta in volta specifiche informazioni sul singolo titolo oggetto di investimento*”, in ossequio alle prescrizioni dell’art. 31 Regolamento Intermediari n. 16190/2007, *ratione temporis* applicabile. Conclusivamente, in merito alle pretese risarcitorie, l’Intermediario rileva che non vi è alcuna prova che il danno subito dai Clienti sia diretta conseguenza dei contestati inadempimenti, specificando che, ad ogni buon conto, non potrebbe essere imputata alcuna

responsabilità alla Banca per il *default* del titolo in questione, trattandosi di un evento imprevedibile e fuori dal controllo dell'Intermediario medesimo. Tanto rappresentato, Parte Resistente chiede – in via preliminare – di dichiarare *“l'intervenuta prescrizione di qualunque contestazione formulata in relazione a negozi stipulati prima del decennio antecedente la proposizione del ricorso”* e, in ogni caso, di rigettare il ricorso, in quanto totalmente infondato.

4. Parte Ricorrente si è avvalsa della facoltà di presentare deduzioni integrative ai sensi dell'art. 11, comma 5, del Regolamento ACF.

I Ricorrenti precisano preliminarmente che i titoli finanziari non coinvolti nella presente controversia sono stati esclusi *“non in modo “opportunistico” ma per il solo fatto che essi, nonostante la loro natura speculativa, non hanno (per fortuna!) comportato perdite per i clienti”*. Nondimeno, ciò non toglie la responsabilità dell'Intermediario per il loro acquisto, essendo anch'esso avvenuto in conseguenza dell'attività infedele posta in essere dal promotore. Tanto specificato, i Ricorrenti evidenziano che gli obblighi informativi posti in capo all'Intermediario non possono certamente ritenersi adempiuti sulla base di semplici formule di stile contenute nei moduli contrattuali, non risultando in alcun modo provata l'effettiva consegna dei documenti ivi indicati, tra l'altro mai ricevuti dai Clienti. Inoltre, gli investitori rilevano che il Resistente, affermando di non aver reso le informazioni sullo specifico titolo, in quanto non previsto dall'art. 31 del Regolamento Intermediari n. 16190/2007, non ha fatto altro che confermare il proprio inadempimento. Al contrario, rilevano i Ricorrenti, al di là del servizio prestato, *“sussiste l'obbligo dell'Intermediario di fornire informazioni, specifiche e personalizzate, in relazione ad ogni singola operazione di acquisto di uno strumento finanziario”*, gravando su quest'ultimo l'onere di dimostrare l'effettivo assolvimento degli obblighi informativi suddetti. Invero, non risulta versata in atti alcuna *“scheda prodotto”* tesa a rendere noti ai Clienti le caratteristiche e i rischi (emittente, di valuta e liquidità) dei titoli in analisi. Per quel che concerne la conoscenza e la pregressa operatività finanziaria dei Clienti, Parte Ricorrente ribadisce l'infedele profilatura, la quale si pone in palese contrasto con i dati oggettivi e con l'esperienza concreta dei Clienti che mai prima di allora avevano

avuto un *dossier titoli*, sottolineando altresì che, fino al 2014, avevano investito soltanto in OICR, ossia in strumenti caratterizzati da un alto grado di diversificazione e da un rischio di fallimento emittente praticamente nullo. Ebbene, i risparmiatori asseriscono che *“il possesso di fondi non può giustificare un’elevata cultura/esperienza in ambito finanziario”*. Quanto al controverso servizio di consulenza, i Ricorrenti – evidenziando che appare alquanto inverosimile che degli investitori *retail* *“privi di qualsivoglia esperienza, sollecitino l’acquisto di obbligazioni “corporate” [...] che non sono rinvenibili nemmeno nei quotidiani finanziari nazionali”* – rappresentano che deve ritenersi in ogni caso pacifica la prestazione del servizio consulenziale, giacché nell’intestazione di ciascuna pagina del rendiconto analitico (periodo dal 27.02.1991 al 15.11.2021) è espressamente indicato *“regime: consulenza”* e, per di più, anche ogni acquisto dei titoli è seguito da un *“report di consulenza”*: sicché appare chiara l’intenzione di voler ricomprendere anche tale tipologia di titoli all’interno del servizio di consulenza. Da ultimo, i Clienti, richiamando gli orientamenti della Corte di Cassazione e del Collegio, segnalano che l’omessa informativa all’investitore è fattore idoneo a generare una presunzione di riconducibilità alla Banca del pregiudizio dal medesimo subito, rilevando, poi, che il *default* dei titoli in questione – al contrario di quanto sostenuto dall’Intermediario – non era affatto un evento imprevedibile, posto che, già al momento dell’acquisto, gli stessi presentavano un *rating* critico.

5. Parte Resistente – formulando contestazioni essenzialmente replicative di quanto già dichiarato in sede di deduzioni – dà conto e allega la decisione n. 12097 del 22 novembre 2022 assunta dal Tribunale di Milano con la quale sono state rigettate integralmente le pretese *“identiche a quelle formulate dalle odierne controparti [...] assistita dai medesimi avvocati degli odierni ricorrenti”*. L’Intermediario rileva che nella citata decisione è stato evidenziato che l’attrice non [ha] disconosciuto le sottoscrizioni apposte in calce alle profilature, le quali, pertanto, devono essere ricondotte integralmente alla stessa, così come non sono state disconosciute le dichiarazioni di presa visione della documentazione informativa. L’Intermediario, quindi, anche in forza della richiamata pronuncia insiste nel ritenere di aver correttamente assolto agli obblighi informativi sulla stessa

incombenti, sostenendo che l’*“effettiva consegna [della documentazione] è stata provata per tabulas (mediante dichiarazioni dei clienti, pacificamente autentiche e genuine, cui deve attribuirsi valore confessorio)”* e che come rilevato anche dal Tribunale di Milano l’informativa sullo specifico strumento oggetto di investimento *“non è più richiesta, a far data dal 2007, in virtù del mutato paradigma regolamentare”*. Inoltre, la Banca chiarisce che i *“report di consulenza”* menzionati dai Ricorrenti – secondo quanto già precedentemente esplicitato – non erano nient’altro che *“mere simulazioni, non potendo la Banca prestare alcuna consulenza né avendo alcun interesse al suo concreto svolgimento”* nel caso di specie. Infine, per quel che concerne la pregressa operatività dei Clienti, l’Intermediario rileva che, avendo gli stessi ammesso di aver escluso dal perimetro del ricorso quei titoli non produttivi di danno, di fatto, hanno confermato la natura selettiva delle proprie pretese.

## **DIRITTO**

*1.* Il ricorso è meritevole di accoglimento per le ragioni di seguito rappresentate.

*2.* Al Collegio preme anzitutto rilevare il *deficit* informativo ascrivibile all’Intermediario con riguardo alle obbligazioni ad alto rischio e basso *rating* acquistate dai Ricorrenti per il tramite dell’odierno Intermediario. Non può, ifatti, di certo considerarsi in linea con l’effettivo assolvimento dell’obbligo informativo da parte del Resistente la sola consegna del *“Documento sulla natura e sui rischi degli strumenti finanziari”* che il Ricorrente, in sede di sottoscrizione degli investimenti in analisi, ribadiva di aver ricevuto. Invero, tale presunta consegna – della quale non vi è comunque alcuna prova – non è idonea ad integrare l’adempimento dell’obbligo di cui all’art. 31 del Regolamento Intermediari n. 16190/2007, *ratione temporis* vigente, il quale richiedeva di fornire le informazioni sulle *“caratteristiche del tipo specifico di strumento interessato, nonché i rischi propri di tale tipo di strumento in modo sufficientemente dettagliato”* al dichiarato fine di *“consentire al cliente di adottare decisioni di investimento informate”* (sottolineatura aggiunta). L’informativa che l’Intermediario ha prodotto in atti è, piuttosto, quella prevista dell’art. 27 del Regolamento Intermediari n. 16190/2007,



che prevedeva informazioni generali relative ai rischi e alle caratteristiche delle varie tipologie di strumenti finanziari che l'Intermediario tratta e che usualmente viene rilasciata al Cliente in occasione dell'apertura dei rapporti con l'Intermediario. Diversamente, l'art. 31 del Regolamento Intermediari – che altrimenti sarebbe norma sostanzialmente replicativa del richiamato art. 27 medesimo Regolamento – presupponeva che l'informazione sul tipo specifico di strumento finanziario precedesse sempre e fosse comunque temporalmente prossima all'investimento, non potendosi di certo pensare che potesse essere sufficiente una informativa rilasciata anni prima, vale a dire all'apertura dei rapporti, a rendere consapevole l'investitore sulle caratteristiche effettive del prodotto che si trovava a sottoscrivere. Con il paradosso che sarebbe stato rimesso all'investitore medesimo ricondurre i singoli strumenti all'interno di categorie indicate anni prima in un documento allegato al contratto quadro. Se, quindi, non si vuole svuotare di concreto significato applicativo la portata dell'art. 31 del Regolamento Intermediari, la cui finalità è quella di “*consentire al cliente di adottare decisioni di investimento informate*”, si deve ritenere che l'Intermediario prima di ogni singolo ordine avrebbe dovuto prestare un'informativa di dettaglio, aggiuntiva rispetto a quella prevista dall'art. 27. Non può, pertanto, condividersi l'orientamento adottato dal giudice civile nella citata sentenza prodotta in giudizio dal resistente, laddove si afferma l'effettivo adempimento dell'obbligo informativo da parte del Resistente per il tramite della (mera) consegna del “Documento sulla natura e sui rischi degli strumenti finanziari”.

D'altronde, una conferma dell'interpretazione già fatta propria e qui ribadita dal Collegio la si rintraccia nel medesimo Regolamento Intermediari (art. 33), che (in materia di OICR) reputa idoneo ad assolvere gli obblighi informativi di cui all'art. 31 la consegna del KIID, documento che contiene informazioni chiavi sullo specifico strumento trattato e che deve essere consegnato prima che venga eseguita ogni operazione su OICR.

Nel caso di specie, va in ogni caso segnalato che i moduli d'ordine presenti nel fascicolo istruttorio risultano del tutto privi di qualsiasi riferimento al tipo specifico di strumento acquistato, atteso che non viene neppure specificato che si tratta di

obbligazioni e ciò non è neanche ricavabile dalla denominazione, né, tantomeno, si fa menzione dell'origine estera dei titoli. Inoltre, l'Intermediario si mostra altresì carente nella corretta rappresentazione dei “rischi propri di tale tipo di strumento”, così come richiesto dall'art. 31 citato, in quanto non vi è traccia nei predetti moduli di elementi atti a notificare gli investitori circa il rischio emittente connesso agli specifici strumenti sottoscritti che, non a caso, presentavano un tasso di interesse molto elevato (rispettivamente, 8,50 % e 8,975 %). Come noto, infatti, il rendimento di un investimento finanziario è direttamente proporzionale al livello di rischio associato all'investimento medesimo. Per completezza, appare, tra l'altro, opportuno rilevare che, nonostante il tempo trascorso dall'entrata in vigore della disciplina MiFID1 e del citato Regolamento attuativo n. 16190/2007, sono ancora del tutto circoscritte le fattispecie giunte al vaglio della Corte di Cassazione sulla citata disciplina. E tuttavia, in una delle poche decisioni assunte dalla Suprema Corte in cui trovava applicazione la disciplina MiFID, viene piuttosto affermato l'orientamento (come detto, fatto proprio anche da quest'Arbitro), secondo cui “l'intermediario è tenuto a fornire al cliente una dettagliata informazione preventiva circa i titoli mobiliari e, segnatamente, circa la natura di essi e i caratteri propri dell'emittente, restando irrilevante, a tal fine, ogni valutazione di adeguatezza – o, può qui aggiungersi, di appropriatezza – dell'investimento (Cass., 5 maggio 2022, n. 14208).

3. Fermi i rilievi poc'anzi effettuati circa la totale carenza di informativa che si ritiene rivesta, nel caso dell'odierna controversia, comunque carattere assorbente, quanto alle ulteriori contestazioni in punto di erronea profilatura e conseguente inadeguatezza degli investimenti suggeriti, va osservato innanzitutto che le interviste Mifid prodotte in atti risultano corredate di regolare sottoscrizione autografa dei Clienti. In proposito, il Collegio ha più volte avuto modo di affermare che con la sottoscrizione del questionario, l'investitore assume la paternità delle dichiarazioni in esso contenute e, in forza del principio di autoresponsabilità, non può che ritenersi ad esse vincolato; di talché, i Ricorrenti non possono limitarsi ad asserire che il promotore “ha fatto sottoscrivere ai clienti, ciascuno per proprio conto, i questionari di profilatura MIFID, precompilati dal medesimo” e ciò in

quanto, proprio in ossequio al richiamato principio di autoresponsabilità, l'investitore ha l'obbligo di rendersi conto di ciò che sottoscrive e non deve accettare supinamente eventuali comportamenti non corretti dell'intermediario e, soprattutto, deve operare quale parte attiva del processo d'investimento (*ex multis*, Decisione ACF n. 6582 del 31 maggio 2023).

Tanto premesso, va detto che risulta controverso tra le parti che l'acquisto dei titoli in questione sia avvenuto in sede di consulenza, essendo tale dichiarazione fermamente smentita da parte dell'Intermediario, il quale, al contrario, asserisce di aver trattato l'operazione in regime di ricezione e trasmissione ordini. Al riguardo, la posizione dell'Intermediario parrebbe trovare conforto – sotto un profilo meramente formale – nell'art. 1 delle “condizioni generali di contratto per il servizio di consulenza in materia di investimenti e per il servizio di collocamento”, ove espressamente si prevede che “*la Banca fornisce al Cliente le proprie raccomandazioni personalizzate con riferimento ai Prodotti di Consulenza, per tali intendendosi: (i) i prodotti finanziari e i servizi di investimento emessi/prestati dalla Banca e collocati/distribuiti dalla Banca, (ii) quelli emessi/prestati da società del Gruppo Allianz e collocati/distribuiti dalla Banca nonché (iii) quelli emessi/prestati da emittenti/intermediari diversi da quelli individuati in precedenza, i quali abbiano conferito alla Banca l'incarico di collocamento/distribuzione*”; sicché gli strumenti in questa sede contestati non sembrerebbero effettivamente rientrare tra i prodotti per i quali è contemplata l'erogazione del citato servizio di consulenza. Tuttavia, il richiamato dato contrattuale, seppur indubbiamente rilevante, si pone in contrasto con altri elementi di segno contrario che nel caso di specie sembrerebbero invece far ritenere che ci sia stata una consulenza da parte del promotore, atteso che in atti sono versati diversi documenti coevi agli ordini appunto denominati “report di consulenza” e nei quali si legge “proposta di investimento”. Appare, infatti, assai improbabile che un Intermediario dello *standing* dell'odierno resistente denomini un documento “report di consulenza” e utilizzi il termine “proposta”, ignorandone la valenza giuridica e, comunque, non valutando il carattere decettivo di una tale comunicazione rivolta alla clientela. Al riguardo, l'Intermediario sostiene che il

*report* avesse valenza interna, ma la circostanza che sia stato elaborato proprio in fase di inserimento dell'ordine, porta a ritenere che invece la valutazione sia stata condivisa con il Cliente il quale poteva avere il legittimo affidamento circa l'effettuazione della consulenza agli investimenti. Tra l'altro, non può ignorarsi che gli ordini risultano essere stati perfezionati alla presenza del promotore finanziario, che con la predisposizione di un *report* siffatto ha comunque reso non una valutazione generica ma indubbiamente personalizzata sul prodotto, il quale sembrerebbe anche dallo stesso proposto. Al riguardo, si rileva che la Consob, proprio nel documento esiti alla consultazione per l'adozione del Regolamento n. 16190 del 2007, pur non escludendo la possibilità che il servizio di esecuzione di ordini possa non essere accompagnato dalla consulenza, ha fin da subito rilevato come nei fatti sia difficile il configurarsi di una tale situazione. Pertanto, la Consob suggeriva agli intermediari di *“approntare meccanismi (contrattuali, organizzativi, procedurali, e di controllo) per rendere effettiva la conformazione dei propri collaboratori e dipendenti a contatto con la clientela a predefiniti modelli relazionali, nel presupposto che, di fatto, vista l'ampia nozione di consulenza resa dal legislatore in attuazione delle fonti comunitarie, può risultare elevato (specie quando si utilizzino forme di contatto non “automatiche”) il rischio che l'attività concretamente svolta sfoci nel presentare un dato strumento finanziario come adatto per quel cliente”*. Tali presidi, come evidente, non risultano essere stati adottati dall'Intermediario nel caso di specie; anzi, al contrario, sono state fornite valutazioni sulla rispondenza dei singoli prodotti al profilo dell'investitore, negando poi di averli consigliati ovvero svolto sugli stessi la consulenza. Pertanto, laddove Parte Resistente avesse voluto effettivamente scongiurare il rischio di incorrere in facili fraintendimenti avrebbe dovuto astenersi dall'eseguire valutazioni personalizzate, in ogni caso utilizzando una diversa terminologia per i controlli effettuati a mero uso interno e non rivolti alla clientela. Ciò considerato, anche a voler ammettere dunque che, nella fattispecie, l'Intermediario non fosse tenuto ad espletare la valutazione di adeguatezza degli investimenti, nondimeno, avendo deciso di compiere una siffatta verifica – benché ad esclusivo uso interno – allora la stessa avrebbe dovuto essere svolta correttamente. Al riguardo, infatti, si

deve stigmatizzare il comportamento del resistente che, ai fini della predetta valutazione, sembrerebbe non aver in alcun modo considerato la cointestazione del rapporto tra i Clienti, in quanto l'acquisto dei titoli in analisi, proprio per il loro carattere fortemente speculativo, non può ritenersi coerente con il profilo di rischio (moderato) della odierna Ricorrente, la quale dichiarava una tolleranza al rischio "*bassa: non affrontare riduzioni di valore degli investimenti*". Ebbene, pur avendo il coniuge manifestato nel rispettivo questionario di profilatura una tolleranza al rischio "*media: affrontare riduzioni di valore contenute degli investimenti, a fronte di una potenziale crescita moderata del capitale*", tuttavia, l'Intermediario, dinanzi a due differenti parametri di esposizione al rischio, avrebbe dovuto più propriamente valorizzare quello più conservativo della Ricorrente. Sul punto, giova richiamare non solo le Linee Guida ABI per l'applicazione degli Orientamenti ESMA del 2012, concernenti alcuni aspetti dei requisiti di adeguatezza prescritti dalla MiFID, ma anche l'orientamento costante di questo Collegio, per cui, in caso di rapporti cointestati, la scelta di uno solo degli investitori, come soggetto di riferimento della profilatura e delle conseguenti verifiche di appropriatezza e adeguatezza, può essere ritenuta legittima a condizione che sia stata oggetto di un accordo frutto di specifica negoziazione tra le parti e che l'intermediario abbia predisposto, a monte, procedure che garantiscano che la citata scelta di uno solo tra i cointestatori sia compiuta su basi oggettive e razionalmente giustificabili. In ogni caso, essa non deve essere tale da pregiudicare in maniera eccessiva gli interessi degli altri investitori contraenti e, in particolare, di quelli in posizione più debole (v. già, in questo senso, Decisione ACF n. 220 del 26 gennaio 2018). L'intermediario, in mancanza di un diverso accordo tra i cointestatori, deve dunque profilarli tutti e poi svolgere la relativa valutazione di adeguatezza o appropriatezza tenendo conto del profilo "più conservativo" (da ultimo, Decisione ACF n. 6549 del 22 maggio 2023). Pertanto, nel caso di specie, non si può che ritenere comunque viziata la valutazione di adeguatezza effettuata da Parte Resistente solo su uno dei cointestatori, non essendo rinvenibile nel fascicolo istruttorio alcuna documentazione sulla base della quale poter ritenere accertata la sussistenza di un

previo accordo tra i Ricorrenti e l'Intermediario su quale profilo prendere in considerazione ai fini dell'acquisto degli strumenti finanziari.

4. Accertata così, per i profili sopra evidenziati, la responsabilità dell'Intermediario, occorre ora quantificare il risarcimento del danno. Il Collegio ritiene che ai Ricorrenti vada riconosciuto il risarcimento del danno pari a € 14.294,09, corrispondente alla differenza tra l'importo di euro 17.396,54, complessivamente versato per gli acquisti dei titoli incontestazione, e la cifra di euro 3.102,45, pari all'importo delle cedole complessivamente percepite. Invero, con riferimento al primo dei lamentati acquisti, gli investitori risultano aver sottoscritto n. 10.000,000 obbligazioni per un importo di euro 9.678,80 e ricevuto cedole per euro 1.970,25, mentre, in relazione al secondo investimento, i Clienti hanno acquistato n. 9.000,000 titoli (in due *tranche*) per un importo totale di euro 7.717,74 e incassato cedole per euro 1.132,20.

Non possono, invece, rinvenirsi gli estremi per l'accoglimento dell'ulteriore richiesta risarcitoria di danno da lucro cessante, non avendo i Ricorrenti fornito alcun elemento idoneo a dimostrare gli investimenti alternativi che avrebbero sottoscritto, nell'ipotesi in cui fossero rimasti nella disponibilità degli importi impiegati nelle operazioni contestate. Mentre, per quel che concerne la domanda di riconoscimento degli interessi legali in rapporto al *quantum* risarcibile, può rilevarsi che, secondo l'orientamento ormai consolidato dell'ACF, versandosi in ambito risarcitorio e, quindi, trattandosi di "debito di valore", vada applicata la rivalutazione monetaria dalla data delle operazioni contestate sino a quella della decisione, mentre gli interessi legali sono determinati con decorrenza dalla data di liquidazione del danno, ossia dalla data della decisione, sino al pagamento da parte dell'intermediario dell'importo deciso dal Collegio.

#### **PQM**

Il Collegio, in accoglimento del ricorso, dichiara l'Intermediario tenuto a corrispondere ai Ricorrenti, a titolo di risarcimento del danno, la somma complessiva rivalutata di € 16.952,79, oltre agli interessi legali dalla data della presente decisione fino al soddisfo.

Il Collegio fissa il termine per l'esecuzione in trenta giorni dalla ricezione della medesima decisione. Entro lo stesso termine l'Intermediario comunica all'ACF, utilizzando esclusivamente l'apposito applicativo disponibile accedendo all'area riservata del sito istituzionale [www.acf.consob.it](http://www.acf.consob.it), 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 euro 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