



Decisione n. 6842 del 25 settembre 2023

## **ARBITRO PER LE CONTROVERSIE FINANZIARIE**

### **Il Collegio**

composto dai signori

Dott. G. E. Barbuzzi – Presidente

Prof.ssa M. D. Braga – Membro

Prof. Avv. Ph. Fabbio – Membro supplente

Prof. Avv. F. De Santis – Membro

Prof. Dott. P. Esposito – Membro

Relatore: Prof. Avv. F. De Santis

nella seduta del 4 settembre 2023, in relazione al ricorso n. 9944, dopo aver esaminato la documentazione in atti, ha pronunciato la seguente decisione.

### **FATTO**

*I.* Il Ricorrente premette di avere stipulato con l'Intermediario convenuto, nel 2008, un contratto per la prestazione dei servizi di investimento comprensivo della consulenza, e rappresenta di aver acquistato *on line*, in data 30.10.2015, 50.000,00 euro di valore nominale di obbligazioni Portugal Telecom, al prezzo unitario di euro 88,00, all'uopo impiegando la somma di euro 45.829,50. Fa presente, inoltre, che tale investimento, a seguito delle successive vicende che hanno coinvolto l'emittente, ha subito un costante deprezzamento e che l'emittente medesimo, a partire da giugno 2016, è risultato coinvolto in una complessa procedura concorsuale e di ristrutturazione del debito, in conseguenza del sopravvenuto

*default* della propria controllante brasiliana. Al riguardo, riferisce che, essendo privo di adeguate informazioni sullo svolgersi delle citate procedure, egli aveva mantenuto i titoli in portafoglio sino al 30.9.2019, data a partire dalla quale essi venivano cancellati dal suo *dossier* senza alcuna preventiva comunicazione.

In relazione ai fatti suddetti, il Ricorrente contesta a controparte:

- la violazione degli obblighi informativi preventivi, non avendo l'Intermediario fornito chiare e veritiere informazioni sulle caratteristiche e sull'effettiva rischiosità dell'investimento, nonché sulla situazione e sulle vicende dell'emittente;
- la violazione degli obblighi in materia di valutazione di adeguatezza, avendo l'Intermediario ritenuto l'acquisto adeguato al profilo finanziario del cliente (all'epoca "conservativo"), e ciò a dispetto delle risposte fornite nella profilatura del 19.5.2015, dalle quali si rileva la bassa propensione del Ricorrente stesso all'assunzione di rischi, la sua limitata conoscenza ed esperienza in materia finanziaria ed i suoi obiettivi di investimento conservativi e prudentziali;
- la violazione degli obblighi informativi anche successivi, con particolare riferimento all'omissione della notizia dell'ammissione del gruppo di appartenenza dell'emittente alla procedura concorsuale, ciò avendogli impedito di effettuare una consapevole e tempestiva scelta di disinvestimento;
- la violazione delle regole in materia di concentrazione del portafoglio titoli.

In considerazione di quanto sopra, il Ricorrente chiede conclusivamente il risarcimento dei danni occorsi, in ragione della perdita subita di 45.829,50 euro.

2. L'Intermediario ha resistito con deduzioni difensive con cui ha chiesto il rigetto del ricorso, motivatamente difendendo la correttezza del proprio operato.

3. Il Ricorrente ha trasmesso deduzioni integrative e l'Intermediario, a sua volta, repliche finali, ciascuna parte ribadendo nella sostanza le posizioni e domande espresse in prima fase.

## DIRITTO

1. Va premesso che il Ricorrente, oltre a quanto riportato nell'apposita sezione del modulo del ricorso, ha ritenuto di inviare anche un separato file, relativo alla descrizione dei fatti ed alle violazioni contestate alla controparte, i cui contenuti non possono tuttavia essere tenuti in considerazione, a ciò ostando la previsione di cui all'art. 11, comma 1, del Regolamento ACF, che prevede espressamente l'utilizzo esclusivo del modulo per la presentazione dei ricorsi, nonché quanto ulteriormente specificato nelle Istruzioni operative disponibili sul sito *web* dell'Arbitro, laddove viene indicato chiaramente e in maniera inequivoca che non è ammesso omettere la debita compilazione del ricorso, rinviandosi ad un documento separatamente prodotto.

2. In ogni caso, la documentazione versata in atti e valutabile in questa sede dà conferma dell'operazione di acquisto di 50.000,00 euro di nominale delle obbligazioni in lite, effettuata dal Ricorrente tramite servizio di *internet banking* in data 30.10.2015, al prezzo unitario di euro 88,00, per un controvalore, comprensivo di rateo e spese, di € 45.829,50.

Tale quantitativo si è andato ad aggiungere a 50.000,00 euro di nominale dei medesimi titoli, già presenti nel *dossier* del Ricorrente.

Risultano, altresì, la successiva ricezione di un flusso cedolare per complessivi 3.700 euro, la vendita di 50.000,00 euro di tali obbligazioni in data 28.9.2016 e lo "scarico" dei restanti titoli dal *dossier* il 16.7.2019, per "giro a intermediari", per effetto dell'adesione alla procedura di "Default Recovery" del gruppo dell'emittente.

Per quanto attiene alla documentazione contrattuale, è stata esibita copia del contratto per la prestazione dei servizi di investimento di negoziazione in conto proprio, esecuzione di ordini per conto clienti, ricezione e trasmissione ordini, collocamento e distribuzione, sottoscritto dal Ricorrente il 29.4.2008, nel quale il medesimo sceglieva di avvalersi delle raccomandazioni personalizzate dell'Intermediario, rese nell'ambito del servizio di consulenza.

3. Così richiamata la dinamica dei fatti occorsi e nel cui ambito si iscrive l'operazione qui controversa, quanto al contestato mancato rispetto degli obblighi

informativi al momento dell'acquisto, l'Intermediario ha sostenuto di aver fornito le prescritte informazioni al Ricorrente mediante la scheda presente sulla propria piattaforma *online*, che il cliente avrebbe dovuto necessariamente visualizzare prima di poter confermare l'ordine, all'uopo versando in atti un *fac-simile* cartaceo di tale documento, e la riproduzione (videate) dei passaggi previsti dal sistema quando i clienti negoziano titoli in autonomia *online*, nella versione vigente "*dal 2015 al 2018*".

Le informazioni contenute nella scheda, datata 30.10.2015, riportano, oltre a diversi dati "tecnici" dell'emissione (tipo e frequenza delle cedole, tasso di interesse, lotto minimo, valuta, mercato di negoziazione, data di emissione e data di scadenza, etc.), anche l'indicazione del *rating* associato ai titoli da Moody's e da S&P, che risulta di categoria speculativa (rispettivamente, B1 e BB+) e l'assenza di *rating* per l'emittente. Risultano anche indicate, tra le caratteristiche specifiche del titolo, la categoria "*Senior Unsecured*" e la presenza dell'opzione "*put*", con la seguente dicitura: "*L'obbligazionista ha la facoltà di rimborsare il prestito entro 30 gg dalla put notice per l'intero ammontare o in parte, in qualsiasi momento, in caso di change of control (modifica dell'assetto societario) al prezzo di 101*".

Infine, un'avvertenza sul rischio emittente evidenziava "*un peggioramento della situazione finanziaria dell'emittente, del garante o del rating può comportare una diminuzione del prezzo dell'obbligazione. In caso di insolvenza del garante, il capitale e gli interessi potranno non essere corrisposti. Poiché il titolo appartiene alla categoria dei titoli speculativi è caratterizzato da alto rischio e alto rendimento atteso*".

Ritenuto che il *set* informativo sopra descritto risulta dettagliato e sia esaustivo sotto il profilo informativo, ciò che assume allora rilievo è la prova della sua effettiva visualizzazione da parte del Ricorrente.

Sul punto l'Intermediario, nel sostenere che, "*prima di poter procedere all'autorizzazione della disposizione, il cliente doveva necessariamente prendere visione della scheda prodotta*" (lasciando in tale guisa intendere che il sistema avesse una sorta di funzione "bloccante" legata alla presa visione della scheda), ha esibito le videate che rappresentano i passaggi all'epoca previsti per la negoziazione

*online*, dalle quali si evince che, prima di confermare l'operazione tramite un codice dispositivo, al cliente veniva sottoposta una schermata con alcuni *flag* da apporre in relazione alla presa visione della scheda prodotto e della valutazione di adeguatezza. In particolare, quanto alla scheda prodotto, l'avvertenza così recitava: *“Confermo di aver preso visione della scheda prodotto e dell’informativa costi, relativi all’operazione e ai servizi di cui è fornita evidenza in pagina”*, il che induce a ritenere che fosse presente un *link* che rimandava alla scheda.

Pur a ciò avuto riguardo, non può dirsi che vi sia agli atti idonea prova dell'effettiva presa visione della predetta scheda da parte del cliente odierno Ricorrente e, soprattutto, del carattere “bloccante” della funzione legata alla dichiarazione di presa visione della scheda, in quanto dalla tracciatura informatica dell'operazione versata in atti non si rinviene un passaggio riconducibile ad una “spunta” di conferma di visualizzazione delle informazioni sullo strumento.

4. Riguardo al profilo del cliente, i documenti disponibili in atti evidenziano un profilo dell'odierno Ricorrente inizialmente di tipo “Dinamico”, con “Elevata” conoscenza ed esperienza finanziaria, rinveniente dal questionario Mifid compilato in data 29.4.2008, che, pochi mesi prima dell'operazione contestata (in data 19.5.2015), muta, evidenziando una propensione al rischio che diviene, invece, “Conservativa”, pur con conoscenza ed esperienza in materia finanziaria medio-alta.

Nell'ultimo questionario del 19.5.2015, il Ricorrente dichiara di conoscere sia prodotti più semplici (azioni obbligazioni, titoli di stato, fondi comuni), che di media complessità, ma facilmente comprensibili, con risposte che determinavano il seguente grado di conoscenza ed esperienza: *“Conosco le caratteristiche ed i rischi delle obbligazioni e di altri prodotti finanziari strutturati, comprese le polizze vita index link e i certificates il cui rendimento (cedole o premio di rimborso) dipende in modo facilmente comprensibile, dall'andamento dei principali indici finanziari o tassi di cambio (ad esempio, FTSE MIB, Dow Jones, Euro/Dollaro, Petrolio) rilevati a date specifiche e pubblicati sui principali organi di stampa”*. L'approccio agli investimenti risulta, altresì, piuttosto prudentiale (*“Perseguo una crescita limitata dei miei investimenti e sono favorevole all'assunzione di un limitato*

*rischio*”) ed il cliente si mostra propenso ad investire in azioni, ma in misura contenuta. Inoltre, dichiara di non avere conoscenze specifiche in ambito finanziario e di tenersi aggiornato al più saltuariamente sull'andamento dei mercati finanziari. Alla luce di tali risposte la propensione al rischio attribuita al Ricorrente risulta “Conservativa” (con fattore di rischio “R”).

Ciò rilevato, in relazione alla valutazione dell’investimento nella specie operata dalla resistente, dal contratto quadro si evince che, ove il cliente avesse scelto di utilizzare il servizio di consulenza, l’Intermediario avrebbe dovuto svolgere la verifica di adeguatezza, anche in relazione alle operazioni richieste di sua iniziativa, sia in filiale che mediante canali diretti. In linea con tale previsione, il resistente ha esibito la tracciatura informatica della valutazione, conclusasi con esito positivo.

Orbene, rileva il Collegio che le disposizioni contrattuali in essere tra le parti definivano chiaramente la metodologia seguita dalla Banca per esitare detta valutazione, evidenziando che la valutazione sarebbe stata eseguita tenendo conto dell’intero portafoglio del cliente. A ciò si aggiunge che, nel questionario di profilatura e nelle valutazioni periodiche di coerenza, il suddetto fattore di rischio “R” veniva rapportato al *“Portafoglio (...) costituito dall'insieme dei prodotti finanziari - ivi compresi quelli emessi da Imprese di Assicurazione - e servizi di investimento depositati, rubricati, registrati o comunque sottoscritti presso la Banca e intestati o riferibili all'NSG, in quanto identicamente intestati. Nel Portafoglio rientrano anche le somme di denaro in euro, depositate e disponibili sui conti correnti e/o depositi nominativi e sui certificati di deposito bancari anche al portatore, depositati presso la Banca, al netto dell'importo indicato a copertura delle spese correnti (componente di Spesa).”*

In tale ottica, l’esame del portafoglio del Ricorrente non può che giustificare l’esito complessivamente positivo della valutazione di adeguatezza dell’operazione qui in esame.

Le rendicontazioni periodiche versate in atti dimostrano, infatti, che già antecedentemente all’operazione contestata, al 30.9.2015, il Ricorrente deteneva un portafoglio titoli di oltre un milione di euro, prevalentemente investito in obbligazioni di diverse tipologie ed in parte in fondi ed azioni.

In particolare, oltre ai già citati 50.000 euro nominali delle medesime obbligazioni oggi in lite (che già quotavano unitariamente 77,56 euro), si rilevano investimenti in BTP, obbligazioni *corporate* con cedole anche piuttosto consistenti, e in *bond* governativi esteri.

Al 31.12.2015, a margine dell'acquisto contestato, il controvalore degli investimenti del Ricorrente era pari a 1.279.281,67 euro, di cui 1.167.921,20 in obbligazioni e titoli di stato. Successivamente, egli risulta aver mantenuto nel tempo l'attitudine ad investire prevalentemente in obbligazioni, che registravano in buona parte quotazioni sostanzialmente sempre sopra la pari o di poco inferiori.

5. Quanto alle informazioni rese nel continuo nel caso in esame, l'Intermediario ha esibito le rendicontazioni periodiche del *dossier* titoli del cliente, dalle quali era possibile rilevare la progressiva diminuzione del controvalore delle obbligazioni in lite, che il Ricorrente in parte già deteneva prima dell'operazione in esame.

Dalla rendicontazione al 30.9.2015, si evince che, al momento del trasferimento presso la Banca (8.7.2015), la quantità di obbligazioni della stessa specie di quelle in lite, precedentemente detenuta, era valorizzata con un prezzo unitario di 104,375, mentre al 30.9.2015, a distanza di soli due mesi, era valorizzata con un prezzo indicativo di 77,56, registrando pertanto già una perdita molto ingente.

Nella successiva rendicontazione al 31.12.2015, il valore dei titoli di che trattasi, che nel frattempo il Ricorrente aveva incrementato con l'acquisto in lite, avvenuto al prezzo unitario di 88,00, scendeva ancora a 57,00 euro, registrando un'altra importante flessione.

Al 31.3.2016, poco prima del *default*, le obbligazioni erano valorizzate a 27,60 euro, per scendere ancora al 30.6.2016, subito dopo il diffondersi della notizia della situazione di crisi, a 15,89 euro.

Il Ricorrente, in data 28.9.2016, risulta peraltro aver venduto metà delle obbligazioni in suo possesso ad un prezzo superiore a 23,00 euro, circostanza sulla quale il medesimo non ha svolto considerazioni, non motivando la scelta di liquidare solo parte dell'investimento, ma che tuttavia denota che egli era in grado di monitorare l'andamento e cogliere eventuali opportunità legati alla volatilità del titolo.

Quanto alle notizie in merito all'intervenuto *default* del gruppo dell'emittente ed alle successive fasi della procedura di riorganizzazione giudiziale alla quale esso è stato sottoposto, l'Intermediario non ha esibito specifiche comunicazioni inviate al cliente, avendo invece versato in atti il modulo di adesione del Ricorrente alla *Default Recovery* datato 30.5.2019 riferito al quantitativo di obbligazioni (50.000 euro di nominale), che aveva mantenuto in portafoglio dopo la descritta vendita del settembre 2016. Risulta inoltre esibito uno scambio di mail in data 22 ottobre 2019, nel quale il Ricorrente chiedeva informazioni sull'andamento della procedura di ristrutturazione, a cui l'Intermediario replicava di non avere notizie puntuali al riguardo.

6. Il Ricorrente risulta, in ogni caso, essere stato destinatario di diverse comunicazioni di "Coerenza del Portafoglio" inoltrategli dall'Intermediario tra giugno 2015 e giugno del 2017, secondo quanto contrattualmente previsto, nelle quali, oltre all'esito della valutazione di volta in volta effettuata, è presente anche una parte descrittiva sul livello di rischio, l'analisi di coerenza, la concentrazione, l'*holding period*.

Nei *reports* inviati al Ricorrente veniva, altresì, evidenziato che "*La Banca segnala l'eccessiva concentrazione quando l'esposizione, verso un singolo emittente, in azioni, obbligazioni e certificates, supera un determinato limite percentuale ed una specifica soglia di importo, tempo per tempo individuati dalla Banca in funzione di diversi criteri, tra cui il rating assegnato all'emittente stesso da agenzie specializzate (tra le più rappresentative la Banca utilizza Standard & Poor's e Moody's) basandosi sull'analisi di fattori di rischio rilevanti (a titolo esemplificativo, la situazione economica e finanziaria dell'emittente, il settore economico in cui opera l'emittente e il suo posizionamento all'interno dello stesso, le strategie aziendali).*

In considerazione della suddescritta entità del portafoglio investito dal Ricorrente, non sembra al Collegio che si possano riscontrare i contestati inadempimenti in termini di mancata segnalazione di eccessiva concentrazione per emittente.

7. Alla luce di tutto quanto sopra illustrato, potendosi ravvisare elementi di criticità circa il puntuale assolvimento degli obblighi informativi preventivi da parte

dell'Intermediario convenuto, occorre altresì valutare la sussistenza di un nesso causale rispetto al danno lamentato.

Ebbene, quest'Arbitro ha, in più occasioni, escluso la sussistenza del necessario nesso di causalità tra violazione degli obblighi informativi e danno lamentato, laddove dalla documentazione in atti emergono elementi tali da indurre a ritenere che la decisione di investimento fosse stata il frutto di una scelta libera e consapevole dell'investitore, che quest'ultimo avrebbe comunque compiuto anche ove gli fosse stato fornito un corretto e completo quadro informativo.

L'Arbitro è pervenuto a tale conclusione nei casi in cui le evidenze prodotte consentivano di tracciare un profilo dell'investitore caratterizzato da un'elevata esperienza e competenza finanziaria e davano conto di un'operatività piuttosto frequente, in epoca precedente ed in alcuni casi anche successiva alle operazioni contestate, nei medesimi prodotti oggetto del ricorso o in strumenti finanziari con caratteristiche analoghe, che non aveva tuttavia dato luogo a contestazioni di sorta, neppure sotto il profilo della mancata conoscenza delle caratteristiche proprie dello strumento finanziario.

Nel caso di specie, risulta che il Ricorrente – titolare di un cospicuo portafoglio in titoli – era tutt'altro che privo di conoscenze ed esperienze in ambito finanziario, in particolare per quanto attiene agli investimenti in obbligazioni, e che, al momento dell'investimento qui in contestazione, il medesimo già deteneva un significativo *stock* delle stesse obbligazioni oggi contestate, acquisite presso altro intermediario; titoli che ha inteso incrementare malgrado il prezzo esprimesse, già al momento dell'acquisto in lite, una situazione di apprezzabile volatilità e tensione sul mercato. Anche successivamente e anche al di là delle informazioni specifiche che la Banca avrebbe potuto fornire, non può dirsi verosimile che il Ricorrente, detenendo un portafoglio di così elevata consistenza, caratterizzato da un'alta ed articolata componente obbligazionaria, non abbia nel tempo preso consapevolezza del progressivo deteriorarsi della situazione dell'emittente e delle criticità legate all'acquisto.

Infine, risulta tutt'altro che priva di significato anche la scelta del Ricorrente di mantenere in portafoglio una parte dell'investimento, optando per una liquidazione

soltanto parziale nel settembre del 2016, allorquando già era conclamato lo stato di crisi del gruppo dell'emittente.

**PQM**

Il Collegio respinge il ricorso.

Il Presidente  
Firmato digitalmente da:  
Gianpaolo Eduardo Barbuzzi