



Decisione n. 8266 del 20 novembre 2025

**ARBITRO PER LE CONTROVERSIE FINANZIARIE**

Il Collegio

composto da:

Dott. [REDACTED] – Presidente

Prof.ssa [REDACTED] – Componente

Prof. Avv. [REDACTED] – Componente

Prof. Avv. [REDACTED] – Componente

Prof. [REDACTED] – Componente

Relatore: Prof. Avv. [REDACTED]

nella seduta del 17 novembre 2025, in relazione al ricorso n. 11869, presentato dal Sig. [REDACTED] (di seguito: il Ricorrente) nei confronti di [REDACTED] (di seguito: l'Intermediario), dopo aver esaminato la documentazione in atti, ha pronunciato la seguente decisione.

**FATTO**

1. La 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'omessa informativa circa le caratteristiche ed i rischi degli strumenti finanziari in fase di sottoscrizione e, successivamente, riguardo all'andamento degli stessi, nonché dell'inosservanza delle regole in tema di profilatura e di appropriatezza.

2. Il Ricorrente rappresenta di avere acquistato, per il tramite dell'Intermediario, in data 27 marzo 2015, obbligazioni estere al prezzo unitario di €. 98,73, per un controvalore di € 204.575,21.

Con riguardo a tale operatività, il Ricorrente contesta all'Intermediario:

- l'omessa informativa preventiva sulle caratteristiche ed i rischi dello strumento finanziario in lite (obbligazioni Portugal Telecom 4,625%), non essendo stato consegnato al cliente alcun documento informativo specifico (scheda prodotto) avente ad oggetto il titolo in questione. In particolare, il Ricorrente rappresenta che, al momento dell'acquisto, non era stato informato delle 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, né era stato reso edotto della complessità delle obbligazioni, in violazione della Comunicazione Consob n. 0097996 del 22 dicembre 2014. L'Intermediario, inoltre, non lo aveva informato del carattere illiquido dell'obbligazione, in violazione degli obblighi informativi dettati dalla Comunicazione Consob n. 9019104 del 2 marzo 2009;
- l'omessa informativa successiva circa l'andamento degli strumenti finanziari nel tempo, non informando il Ricorrente neanche della richiesta di ammissione dell'emittente alla procedura d'insolvenza nel giugno 2016;
- il mancato rispetto delle regole in tema di profilatura. A detta del Ricorrente, il questionario MIFID non rispecchiava il suo reale profilo, non contenendo quesiti precisi e circostanziati sul livello di conoscenza e di esperienza del cliente rispetto ai vari strumenti e, in particolare, ai titoli obbligazionari strutturati. Inoltre, il Ricorrente contesta la contraddittorietà di talune risposte ed il tenore "autovalutativo" delle domande relative alla conoscenza ed esperienza in materia di investimenti. Per giunta, l'Intermediario non aveva fornito al cliente una valutazione di appropriatezza dell'investimento contestato, non essendovi traccia di documenti contenenti detto esito di valutazione.

Ciò premesso, il Ricorrente chiede il risarcimento del danno subito, che viene quantificato in € 204.575,21.

**3.** L'Intermediario chiede il rigetto del ricorso.

Quanto al rapporto controverso, la Banca rappresenta che, nel corso del 2004, il Ricorrente aveva sottoscritto il rapporto di conto corrente e nel 2006 aveva dichiarato di aver ricevuto l'*"informativa pre-contrattuale relativa allo svolgimento dei servizi di negoziazione, collocamento, ricezione e trasmissione di ordini, nonché il documento recante la descrizione della strategia di esecuzione degli ordini"*. Successivamente, nell'ottobre 2017, quindi dopo l'investimento in lite, il Ricorrente aveva altresì sottoscritto il contratto di consulenza.

Con riguardo all'operatività contestata, l'Intermediario rappresenta che l'acquisto in lite veniva disposto in piena autonomia dal Ricorrente, in assenza di raccomandazioni personalizzate, come da lui stesso dichiarato.

La Banca soggiunge che, in relazione alle obbligazioni in lite, il Ricorrente aveva ricevuto flussi cedolari di € 6.845,00, accreditati in conto corrente in data 12 maggio 2015, e di €. 6.845, accreditati in data 10 maggio 2016.

In merito al profilo del Ricorrente, la Banca, richiamando il principio di autoresponsabilità in ordine alle dichiarazioni rilasciate e sottoscritte dal cliente nel questionario MiFID del 26 luglio 2011, rilevante ai fini dell'investimento contestato, rappresenta che, ad esito del citato questionario, veniva assegnato al Ricorrente un livello di esperienze e conoscenze *"elevato: investitore con un livello di esperienza e conoscenza in ambito economico/finanziario tale da poter comprendere le caratteristiche di prodotti finanziari complessi e/o strutturati"*.

A questo proposito, l'Intermediario soggiunge che, nel corso degli anni, il Ricorrente ha operato su varie tipologie di strumenti finanziari, scegliendo di investire in titoli obbligazionari con tassi di interesse mediamente piuttosto alti, in modo da ricevere flussi cedolari significativi, ragione per la quale egli non può essere considerato come una persona inesperta o sprovvista in materia finanziaria

Con riferimento all'asserita omessa informativa successiva, la Banca rappresenta di aver trasmesso al Ricorrente le rendicontazioni periodiche.

Ciò posto, a detta dell'Intermediario, non sussisterebbe il nesso di causalità tra i presunti inadempimenti addebitabili alla Banca e l'asserito danno patito dal Ricorrente, tenuto conto che l'investimento contestato è stato realizzato dal cliente nella piena consapevolezza dei rischi insiti in esso, con l'intento di ottenere i forti rendimenti contemplati dalle obbligazioni, in linea con il suo livello di conoscenze ed esperienze in materia finanziaria.

In via gradata, la Banca eccepisce il concorso di colpa del Ricorrente, il quale avrebbe potuto, a suo dire, rendersi conto dell'effettiva rischiosità dell'investimento anche nel periodo successivo alla sottoscrizione, e conseguentemente realizzare azioni idonee a limitare il danno, smobilizzando i titoli in lite, non appena acquisita contezza della loro progressiva ed importante perdita di valore.

4. Il Ricorrente ha trasmesso deduzioni integrative e l'Intermediario, a sua volta, repliche finali, entrambe le parti ribadendo quanto già allegato nel corso della prima fase del contraddittorio.

## **DIRITTO**

1. Alla luce della documentazione in atti, il ricorso è da ritenersi meritevole di accoglimento, per le ragioni e nei limiti qui di seguito illustrati.

2. L'operatività in contestazione ha, come detto, ad oggetto l'acquisto di € 200.000,00 di valore nominale di obbligazioni Portugal Telecom, effettuato dal Ricorrente in data 27 marzo 2015, al prezzo sotto la pari di € 98,72, per un controvalore di € 204.575,21. Trova riscontro in atti che, in relazione alle obbligazioni in lite, il Ricorrente abbia percepito flussi cedolari per € 6.845,00, accreditati in data 12 maggio 2015, e di € 6.845,00, accreditati in data 10 maggio 2016.

3. Ebbene, l'eccezione di inammissibilità – relativa alla contestazione circa la mancata ricezione degli estratti conto, asseritamente formulata dal Ricorrente in sede di deduzioni integrative – non può dirsi infondata, tenuto conto che, contrariamente a quanto ritenuto dalla Resistente, tale contestazione risulta delineata già nel reclamo e poi ribadita nel ricorso odierno.

4. Passando, allora, all'esame delle singole contestazioni di merito formulate dal Ricorrente, non può dirsi, in primo luogo, fondata la domanda di risoluzione dell'operazione d'investimento. L'orientamento di quest'arbitro è, infatti, nel senso che, in presenza di contestate violazioni di obblighi di condotta posti in capo agli intermediari dalla legge o dal contratto quadro relativamente alla fase genetica degli investimenti, non ricorrono i presupposti per accertare, neppure in via incidentale, la risoluzione delle operazioni di investimento, in quanto gli inadempimenti dell'intermediario a tali obblighi, sebbene condizionino le scelte di investimento dei clienti, si collocano *“in un momento antecedente alla singola operazione di acquisto e dunque non possono operare come causa di risoluzione delle stesse ai sensi dell'art. 1453 c.c., tale rimedio presupponendo che l'inadempimento che vi dà causa inerisca direttamente al rapporto contrattuale che si vorrebbe risolvere, e non a un rapporto diverso, ancorché a esso in un certo senso presupposto”* (tra le tante, cfr. Decisioni ACF n. 7947 del 9 aprile 2025 e n. 8036 del 30 maggio 2025).

5. Con riguardo alle contestazioni relative al rispetto degli obblighi informativi preventivi, l'Intermediario non ha, a ben vedere, svolto alcuna difesa specifica, e dalla documentazione in atti non emergono elementi idonei a provare che la Banca abbia osservato compiutamente ed in concreto gli obblighi di informazione attiva nei confronti del cliente odierno Ricorrente.

L'Intermediario ha versato in atti solo il modulo d'ordine cartaceo dell'investimento in lite, sottoscritto dal Ricorrente, il quale – oltre ad indicare i dati anagrafici riferiti allo strumento e taluni dettagli tecnici sull'operazione – contiene la dichiarazione, di tenore standardizzato, del cliente *“di aver ricevuto, preso visione in ogni suo parte, letto e compreso la scheda prodotto relativa allo strumento finanziario oggetto della presente operazione, in tempo utile prima della sottoscrizione dello strumento finanziario ivi descritto. [...]”*. Ma tale scheda prodotto non risulta versata in atti dall'Intermediario, il che non consente di verificarne in questa sede il portato informativo.

Né può rilevare, ai fini che ci occupano, il contenuto della nota informativa di eseguito, in quanto inviata al Ricorrente, evidentemente, in un momento

successivo e, comunque, anch'essa contenente soltanto taluni dati di base riferiti allo strumento e pochi dettagli tecnici sull'operazione.

Infine, agli atti non è dato di rinvenire alcun elemento informativo reso al tempo disponibile – che avrebbe dovuto essere fornito dalla Banca al cliente al momento della sottoscrizione – circa l'appartenenza dell'emittente il titolo a gruppo di società extracomunitaria (OI Brasil), a quel tempo già fortemente indebitata e caratterizzata da un rischio *default* e da un rischio paese apprezzabilmente maggiori rispetto al rischio paese originario dell'emittente.

Pertanto, a giudizio di questo Collegio, non può dirsi che l'Intermediario abbia provato di avere diligentemente e compiutamente adempiuto agli obblighi informativi preventivi, il che già di per sé radica la sua responsabilità sotto il profilo risarcitorio.

6. Quanto, poi, al servizio prestato, nel modulo d'ordine versato in atti e sottoscritto dal Ricorrente, risulta la dichiarazione di quest'ultimo che *“ai sensi dell'art. 1, comma 2, delle Condizioni generali di Contratto per i servizi di negoziazione, collocamento, ricezione e trasmissioni di ordini, [...] la disposizione di compravendita oggetto del presente ordine è stata conferita in piena autonomia e che la stessa non si basa e non ha come presupposto raccomandazioni personalizzate o consigli specifici su strumenti/prodotti finanziari forniti dalla Banca ai sensi del predetto Contratto”*.

Inoltre, il contratto quadro del 2007 non prevedeva il servizio di consulenza, la cui prestazione veniva contrattualizzata tra le parti solo nel 2017, ossia successivamente all'acquisto in lite.

Stante i suddetti elementi, e non risultando dagli atti che sia stato in concreto prestato un servizio di natura consulenziale, l'Intermediario era tenuto allo svolgimento della sola valutazione di appropriatezza.

Ebbene, con riguardo al profilo del cliente odierno Ricorrente, è in atti il “questionario appropriatezza” dallo stesso sottoscritto in data 26 luglio 2011, nel quale il cliente dichiarava di essere *“pensionato”* con titolo di studio di *“licenza media inferiore”*, di conoscere la differenza tra azioni ed obbligazioni, rispondeva a domande sui titoli azionari ed obbligazionari, e sulla liquidità di un prodotto

finanziario, e dichiarava di avere investito in precedenza in titoli di Stato, obbligazioni anche strutturate, OICR, strumenti finanziari assicurativi, azioni, *warrant*, ETF e *certificates*.

Ad esito delle risposte rese, l'Intermediario assegnava al Ricorrente un livello di conoscenze ed esperienze "elevato", pur precisando poi che fosse "[...] *tale da poter comprendere le caratteristiche di prodotti finanziari con grado di complessità minimo*"; giudizio che appare confliggente con l'ampia casistica di titoli asseritamente noti all'investitore.

Con riferimento, infatti, alla complessiva operatività del Ricorrente, dalla rendicontazione periodica e dalla documentazione relativa all'operatività effettuata dal cliente dal 2011 al 2015, versata in atti dall'Intermediario, si evince che egli, a partire dal 2012, ossia prima dell'investimento in lite effettuato nel 2015, aveva investito per lo più in BTP, quindi in titoli con caratteristiche di rischio di certo non assimilabili a quello qui in esame, nonché in talune obbligazioni sostanziando un'operatività, nel complesso, certamente non ampia e diversificata, né speculativamente orientata.

Da tutto ciò consegue che l'operazione in lite non poteva dirsi, ad avviso di questo Collegio, appropriata rispetto al profilo effettivo del Cliente.

Oltretutto, l'Intermediario non ha neppure prodotto evidenze attestanti lo svolgimento della valutazione di appropriatezza, limitandosi a sostenere che si trattava di un investimento comunque coerente col profilo del Ricorrente ed in linea con l'operatività dello stesso.

7. Passando all'esame della contestazione circa il rispetto degli obblighi informativi nel continuo, l'Intermediario ha esibito le rendicontazioni periodiche del *dossier* titoli del cliente, alcune delle quali prodotte in atti anche dallo stesso Ricorrente, che risultano inviate presso l'indirizzo di residenza indicato dal Ricorrente nel contratto quadro e nei contratti di apertura di conto corrente e deposito titoli dallo stesso sottoscritti.

In tali rendicontazioni, non si rilevano indicazioni di prezzo per i titoli detenuti in portafoglio, essendo indicato il controvalore in euro ed il presumibile valore di realizzo alla data di riferimento del rendiconto.

In merito alle notizie relative all'intervenuto *default* del gruppo di appartenenza dell'emittente ed alle successive fasi della procedura di riorganizzazione giudiziale, alla quale esso è stato sottoposto, premesso che *“salvo che non venga prestato il servizio di gestione di portafogli o di consulenza continuativa (i quali, prevedendo un obbligo di gestione o di monitoraggio continuativo dei titoli, possono comportare un più esteso obbligo di informazione ex post alla clientela), l'intermediario può dirsi obbligato, in qualità di depositario del titolo, a fornire al cliente la notizia relativa all'esistenza di un'offerta pubblica di scambio e ai termini per aderirvi, nonché le eventuali ulteriori informazioni comunque in suo possesso, rimanendo, invece, onere del cliente informarsi sulle modalità concrete di adesione all'offerta medesima”* (cfr. Decisioni ACF n. 2371 del 25 marzo 2020, e n. 7479 del 10 luglio 2024), nel caso di specie l'Intermediario non ha esibito specifiche comunicazioni inviate al cliente nei termini sopra rappresentati.

Trova, però, riscontro in atti lo “scarico” dei titoli in lite dal *dossier* intestato al Ricorrente in data 27 luglio 2018, presumibilmente per effetto dell'adesione alla procedura di *“Default Recovery”* del gruppo di appartenenza dell'emittente.

In conclusione, l'operato dell'Intermediario risulta censurabile con riferimento sia all'adempimento degli obblighi informativi preventivi, sia con riguardo alla valutazione di appropriatezza, anche ove effettivamente svolta.

**8.** Venendo, allora, alla quantificazione dei danni derivati dagli inadempimenti di cui innanzi, dagli atti risulta che, per l'acquisto dei titoli in lite, il Ricorrente ha corrisposto € 204.575,21 ed ha incassato a titolo di cedole un importo complessivo pari a € 13.690,00, con ciò determinandosi una perdita di valore di € 190.885,21 (€ 204.575,21 - € 13.690,00). E tuttavia, in coerenza con gli orientamenti consolidati ACF per analoghe fattispecie, questo Collegio ritiene che l'odierno Ricorrente avrebbe potuto e dovuto, nel corso del tempo, rendersi conto dell'effettivo livello di rischiosità dell'investimento, ponendo in essere conseguenti e tempestive azioni (ex art. 1227 c.c.) idonee a limitare il danno che stava subendo, specie a seguito della presa visione della rendicontazione al 31 dicembre 2015, datata 27 gennaio 2016, laddove lo strumento (acquistato impiegando la somma di € 204.575,21) risulta valorizzato per un controvalore già

di soli € 100.832,42. Ebbene, se il Ricorrente avesse venduto le obbligazioni detenute al 28 gennaio 2016 (primo giorno di negoziazione dopo la data della citata rendicontazione), avrebbe realizzato, in base al prezzo unitario registrato a quella data sul mercato di € 50,80, la somma di € 101.600,00. Conseguentemente il risarcimento del danno – detratta la cedola di € 6.845,00, percepita in data 12 maggio 2015 – ammonta, in linea capitale, a € 96.130,21 (€ 204.575,21 - € 6.845,00 - € 101.600,00), importo dal quale l'Intermediario potrà dedurre il rateo degli interessi eventualmente riconosciuti al Ricorrente alla data del 28 gennaio 2016. Non si ritiene di dover scomputare dalla posta risarcitoria l'importo relativo alla cedola accreditata in data 10 maggio 2016, in quanto percepito dal Ricorrente in un momento successivo rispetto all'ipotizzata vendita dei titoli.

Quanto alle conseguenze, sul piano risarcitorio, dell'eventuale avvenuta adesione, da parte del Ricorrente, alla procedura di recupero giudiziale dell'emittente, è il caso di precisare – in linea con l'orientamento dell'Arbitro – che il ricorrente non deve finire per ottenere *“un complessivo arricchimento”*, e che pertanto *“resta fermo il diritto del resistente di ottenere - e l'obbligo dei ricorrenti di corrispondere - quanto verrà, in futuro, eventualmente ed ulteriormente rimborsato al Cliente dall'emittente”* (cfr. Decisioni ACF n. 7904 del 13 marzo 2025, n. 6491 del 12 aprile 2023, n. 6329 del 16 febbraio 2023 e n. 2113 del 3 gennaio 2020).

### **PQM**

Il Collegio, in accoglimento del ricorso per quanto e nei termini sopra specificati, dichiara l'Intermediario tenuto a corrispondere al Ricorrente, a titolo di risarcimento del danno, la somma rivalutata di € 116.798,21, oltre agli interessi legali dalla data della presente decisione fino al soddisfo, e fissa il termine per l'esecuzione in trenta giorni dalla ricezione della decisione.

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 € 600,00, 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