Arbitro per le Controversie Finanziarie

Decisione n. 8704 del 20 ottobre 2026

ARBITRO PER LE CONTROVERSIE FINANZIARIE

Il Collegio

composto da

Dott. G. E. Barbuzzi – Presidente
Prof. Avv. G. Santoni – Componente
Prof.ssa Avv. A. Scotti - Componente
Avv. N. Mincato – Componente
Prof. P. Esposito – Componente

Relatrice: Avv. N. Mincato

nella seduta del 13 ottobre 2026, in relazione al ricorso n. 12664, dopo aver esaminato la documentazione in atti, ha pronunciato la seguente decisione.

FATTO

1. La controversia sottoposta alla cognizione dell'Arbitro concerne la contestata responsabilità dell'Intermediario per aver consentito investimenti in strumenti complessi, in quanto tali non adeguati al profilo di rischio del cliente, e per non aver gestito efficacemente il successivo deterioramento del portafoglio titoli del cliente medesimi. Questi, in sintesi, i fatti oggetto del procedimento e considerati come rilevanti dal Collegio ai fini della decisione.

2. Dopo aver presentato reclamo in data 7 luglio 2025, a cui l'Intermediario ha dato riscontro in modo giudicato insoddisfacente in data 5 settembre 2025, il Ricorrente si è rivolto all'Arbitro per le Controversie Finanziarie rappresentando quanto segue.

Riferisce il Ricorrente di avere avviato il rapporto con l'Intermediario convenuto nel febbraio/marzo 2020, allorché veniva anche profilato a fini MiFID, risultando un investitore con una propensione al rischio contenuta, senza esperienza su strumenti finanziari complessi e un orizzonte temporale fino a 60 mesi.

Nel mese di aprile dello stesso anno aveva inizio il rapporto di consulenza, utilizzando per i propri investimenti la procedura informatica messa a su disposizione dall'Intermediario.

Nel periodo 2020 – 2022 le sue disponibilità venivano allocate su strumenti finanziari complessi inclusi (*certificate*) nella c.d. *grey list* e, ciò nonostante, le indicazioni di non appropriatezza della procedura informatica.

Nell'ottobre 2022 l'Intermediario inviava un *alert* di incoerenza tra portafoglio e indicatore VaR e immediatamente dopo il Ricorrente rilevava il dimezzamento del controvalore del portafoglio e la incoerenza anche temporale, dal momento che gran parte degli investimenti superava l'orizzonte dei 60 mesi, ma non registrava da parte dell'Intermediario interventi correttivi efficaci, se non un'agevolazione commissionale nell'agosto 2023.

Nel biennio 2024–2025 le operazioni sui certificati si chiudevano con perdite rilevanti e consolidate, per un totale, al netto delle cedole, di euro 44.001,05.

Benché l'Intermediario sostenga di aver operato in regime di esecuzione ordini, il Ricorrente sottolinea come ciò non corrisponda al vero, come comprovato dallo scambio di messaggi via *whatsapp* che fanno emergere, piuttosto, un rapporto di natura consulenziale anche solo di fatto, con proposte predisposte/caricate direttamente dal consulente e solo formalmente accettate dal cliente.

Il Ricorrente contesta all'Intermediario anche la violazione degli obblighi informativi preventivi che, nel caso di strumenti complessi inclusi in grey list e allorché il ruolo

dell'investitore sia ridotto a una mera accettazione formale, devono essere adempiuti in modo effettivo ed efficace, non potendosi considerare bastevole la mera messa a disposizione del KID e delle informative standard o il mero inserimento del PIN dispositivo.

Il ruolo da lui avuto in relazione agli investimenti qui in contestazione non può essere ricostruito in termini diversi di una mera accettazione formale, anche in ragione della procedura informatica con cui gli investimenti stessi sono stati effettuati, perché – come l'ACF ha già avuto modo di stigmatizzare in sue decisioni – si tratta di una procedura che non traccia le interlocuzioni preliminari e non è idonea, di per sé, a dimostrare un'iniziativa autonoma del cliente, né ad assolvere l'onere probatorio gravante sull'intermediario ex art. 23 TUF.

Esclude che possa, poi, essere invocato un suo concorso di colpa dal momento che, al ricevimento dell'alert dell'Intermediario, egli reagiva prontamente ma veniva rassicurato dal consulente.

Essendo stata la consulenza, che avrebbe dovuto consistere anche nel monitoraggio costante sull'appropriatezza del portafoglio, inefficace e ineffettiva, il Ricorrente chiede anche il ristoro delle commissioni ingiustificatamente pagate, solo tardivamente ridotte.

Si rivolge, pertanto, conclusivamente all'Arbitro affinché, accertate la responsabilità dell'Intermediario per violazione degli obblighi informativi e delle regole di adeguatezza/appropriatezza in relazione alle operazioni contestate, lo dichiari tenuto a corrispondere a titolo risarcitorio, la somma di euro 44.001,05, oltre rivalutazione e interessi legali, ovvero, in via subordinata, un ristoro equitativo non inferiore all'80% della perdita netta, tenuto conto della gravità delle violazioni e del servizio di consulenza/monitoraggio e, sempre in via subordinata, il rimborso delle commissioni di consulenza addebitate ovvero ricomprendendole nel ristoro equitativo complessivo.

3. L'Intermediario si è costituito, dichiarando anzitutto come il Ricorrente abbia sottoscritto, in data 13 marzo 2020, un contratto per la prestazione di servizi bancari e

finanziari, con conseguente apertura di rapporto di conto corrente e di deposito titoli, dichiarando di avere ricevuto, letto e attentamente compreso il Documento di Sintesi, le Condizioni Generali e il Documento Informativo e rilasciando le informazioni sul proprio profilo finanziario, ove dichiarava di avere conseguito un "diploma o una laurea attinente a discipline economico finanziarie", di svolgere o avere svolto "nel recente passato" un'attività attinente a discipline economico–finanziarie, di tenersi aggiornato sull'andamento dei mercati finanziari almeno una volta a settimana, di avere effettuato presso intermediari terzi, nell'ultimo anno dal rilascio delle informazioni, tra "1 e 10" operazioni di investimento per un controvalore "Compreso tra 30.000,01 e 50.000 Euro" in "Obbligazioni, Titoli di stato, Fondi comuni di investimento, Pronti Contro Termine", di avere un orizzonte temporale di "Oltre 60 mesi (prevalentemente o totalmente lungo periodo)", di essere disposto ad accettare una "Media oscillazione del valore del capitale investito: rendimento atteso e rischio di perdita significativi (Profilo bilanciato)", che le finalità di investimento erano volte ad ottenere una "Crescita moderata del capitale investito, con eventuali flussi di cassa periodici costanti".

Le operazioni oggetto di contestazione con il ricorso – prosegue l'Intermediario – sono, nello specifico:

- l'acquisto, in data 24 febbraio 2021, di un certificato per un controvalore di euro 4.735,5,

liquidato il 24 ottobre 2024 per euro 302,00, dopo aver incassato proventi per complessivi euro 600,00;

- l'acquisto, in data 3 novembre 2021, di un altro certificato per un controvalore di euro 20.059,00, liquidato il 5 novembre 2024 per euro 4.842,52;

- ed infine l'acquisto, in data 1^ giugno 2022, di un terzo certificato per un controvalore di euro 25.414,00, liquidato il 20 marzo 2025 per euro 452,43.

Su altre operazioni di investimento in certificati analoghi a quelli contestati, il Ricorrente, puntualizza il Resistente, risulta aver percepito proventi per complessivi euro 35.586,57.

L'Intermediario, ciò premesso, contesta innanzitutto la valenza probatoria delle estrazioni degli scambi di messaggi via whatsapp tra cliente e proprio consulente, con cui l'odierna controparte mira a ridurre il suo ruolo a quello di mero esecutore di decisioni prese dal consulente medesimo, e ciò in quanto i messaggi esibiti si riferirebbero in realtà ad altri investimenti e da essi non emergerebbe che il ruolo del cliente non sia stato un ruolo attivo.

Si sofferma, poi, sulle caratteristiche del Cliente, come ricavabili dalla profilatura MiFID e dalle dichiarazioni rese in quella sede, di cui egli ha assunto piena responsabilità, nonché sulle caratteristiche della procedura informatica e sui meccanismi bloccanti che la caratterizzano e che rendono impossibile procedere con l'operazione prescelta ove prima non si sia presa visione di un set documentale informativo estremamente dettagliato e di eventuali warning di non adeguatezza e non appropriatezza.

Nel caso di specie, il Cliente, dopo aver dichiarato di aver preso visione non solo del verbale contenente la valutazione di adeguatezza, ma anche delle informazioni relative a ciascuno degli strumenti oggetto della proposta di investimento (ossia il KID), avrebbe autonomamente deciso di procedere con l'investimento, passando alla successiva fase di sottoscrizione, nella piena consapevolezza delle caratteristiche e dei rischi inerenti gli strumenti finanziari in questione, e confermando il tutto mediante PIN dispositivo.

Evidenzia, ancora, come il Ricorrente non contesti il contenuto dei verbali, ma soltanto l'operato del consulente e il suo mancato intervento allorché, nel corso del rapporto, i tre certificati mostravano un andamento decisamente negativo.

Sottolinea a tal riguardo come tutti i verbali di consulenza (prestata limitatamente alla appropriatezza e adeguatezza delle operazioni, benché le tre operazioni siano state

effettuate d'iniziativa del Ricorrente e in modo autonomo) abbiano segnalato la non appropriatezza e non adeguatezza delle operazioni.

Dopo l'effettuazione dell'investimento, il consulente e il cliente si sarebbero mantenuti in costante contatto, monitorando l'andamento dell'investimento e valutando congiuntamente il da farsi; il cliente, a fronte dell'andamento negativo dei tre certificati, effettuava tuttavia numerose e ulteriori operazioni di ribilanciamento del proprio portafoglio, con effetti positivi.

Quanto alla domanda di restituzione delle commissioni percepite, trattasi, ad avviso dell'Intermediario, di richiesta infondata, perché vi è ampia prova del fatto che un supporto consulenziale è stato prestato.

Da respingersi sarebbe poi la domanda risarcitoria (anche nella misura equitativa dell'80% della perdita netta proposta dal Ricorrente), in assenza di violazioni degli obblighi gravanti sull'Intermediario; in via subordinata e in ogni caso, dovrà farsi applicazione dell'art. 1227 cod. civ., stante l'evidente concorso di colpa del cliente e il ruolo attivo dal medesimo avuto nelle operazioni, in spregio all'esito negativo delle valutazioni di appropriatezza e adeguatezza, nonché la consapevolezza circa l'andamento degli investimenti che certamente gli derivava dalla ricezione degli estratti conto periodicamente trasmessigli.

Conclude, pertanto, per il rigetto del ricorso.

4. In sede di replica il Ricorrente deduce che alla luce delle informazioni contenute nel questionario di profilatura dell'11 aprile 2022, non risulta possibile attribuirgli un livello di competenza finanziaria elevato, che il richiamo a scambi informali contenenti riferimenti a terminologia tecnica non dimostra una reale comprensione di strumenti finanziari complessi, ma evidenzia al più un interesse per i mercati finanziari e una partecipazione al dialogo con il consulente e che neppure la circostanza che il Ricorrente abbia effettuato numerose operazioni su strumenti analoghi dimostra competenza qualificata o autonomia sostanziale, poiché la frequenza operativa e

l'utilizzo della procedura informatica costituiscono mere modalità esecutive e non provano una autonoma elaborazione delle scelte di investimento.

In relazione al servizio di investimento prestato, agli obblighi informativi e alla valutazione di adeguatezza, deduce che "la formula standard 'di propria iniziativa' contenuta nei verbali costituisce una qualificazione meramente formale del canale esecutivo e non descrive la reale dinamica del rapporto, caratterizzato da interlocuzioni costanti con il consulente, […] e un processo decisionale sostanzialmente guidato da [l'Intermediario]".

Quanto all'attività di monitoraggio del portafoglio, le rassicurazioni fornite dal consulente e la mera presenza di confronti successivi non equivalgono ad una reale gestione attiva del rischio, soprattutto in presenza di segnali già evidenti di deterioramento delle posizioni.

Il Ricorrente insiste, pertanto, per l'accoglimento integrale del ricorso introduttivo.

5. L'Intermediario, a sua volta in sede di repliche finali, tiene soprattutto a ribadire che il Ricorrente aveva reso, sia alla stipula del contratto sia in occasione dell'aggiornamento del profilo del 2022, tutta una serie di informazioni sul proprio profilo che risultano incompatibili con la figura di un investitore inesperto.

Quanto alle comunicazioni intercorse tra il Ricorrente e il consulente, dalle quali emergerebbero valutazioni autonome sull'andamento dei mercati, sull'azionario cinese, sugli indici statunitensi e sui certificati d'investimento, nonché riferimenti a concetti tecnici, strategie operative e aspetti fiscali degli investimenti, a parere del Resistente, tali interlocuzioni dimostrano una partecipazione attiva e consapevole alle scelte finanziarie da parte del Ricorrente, incompatibile con l'immagine di un cliente "passivo" e dipendente dalle indicazioni ricevute.

L'Intermediario ribadisce che i verbali relativi alle operazioni riportavano gli esiti di non appropriatezza e non adeguatezza, nonché la qualificazione dei prodotti come strumenti complessi, cosicché il Ricorrente sarebbe stato pienamente informato delle valutazioni effettuate e dei rischi connessi agli investimenti. In tale contesto richiama

espressamente il principio secondo cui la procedura informatica messa a disposizione dall'Intermediario "non incide in alcun modo sulla titolarità della decisione di investimento, che rimane integralmente in capo al cliente".

Con riferimento alla fase successiva agli investimenti, il Resistente nega qualsiasi inerzia del consulente che ha invece avuto un rapporto costante con il Ricorrente anche durante la fase di turbolenza dei mercati determinata dal conflitto russo-ucraino e dalla crisi energetica.

Per tali ragioni, richiamate integralmente le precedenti difese, insiste sulle eccezioni già formulate, invocando in ogni caso il concorso di colpa del Ricorrente nella causazione del lamentato danno.

DIRITTO

Il ricorso, stanti le evidenze in atti, merita accoglimento per le ragioni e nei termini che si vanno di seguito a esporre.

Va anzitutto rilevato che gli investimenti controversi sono stati realizzati per il tramite dell'evocato consulente, tramite l'apposita procedura informatica, con una valutazione di adeguatezza che ha dato esito negativo (per rischio mercato, rischio concentrazione ovvero in sede di controllo costi/benefici) e con una valutazione di appropriatezza anch'essa negativa.

La complessiva minusvalenza ammonta a euro 44.001,55.

Nella documentazione relativa a tutte e tre le operazioni controverse risulta riportata la locuzione ad iniziativa cliente, cosicché quella dell'Intermediario dovrebbe essere qualificata come una consulenza passiva relativa a strumenti finanziari individuati dal cliente.

A tal riguardo può anzitutto osservarsi, sotto un profilo di carattere generale, che questo Collegio ha già avuto modo di soffermarsi sulle modalità di funzionamento della procedura informatica dell'Intermediario resistente, in tali circostanze evidenziando che trattasi di "… *piattaforma tramite la quale non è il cliente a identificare ed inserire*

l'ordine, essendo previamente il consulente a caricare una proposta di investimento formalmente richiesta dal cliente, senza tuttavia che rimanga tracciata la fase preliminare di interlocuzione tra le parti. Si tratta, pertanto, di un sistema che ad avviso di questo Collegio può rivelarsi poco tutelante per l'investitore, che viene chiamato – per il caso di contestazioni – a precostituirsi per altra via la prova delle interlocuzioni previamente avvenute; ma si rivela, altresì, anche inidoneo a consentire di ricostruire ex post con ragionevole certezza quale sia stato il ruolo effettivo del consulente rispetto alle operazioni che si perfezionano e, di converso, la misura della riconducibilità delle stesse a una iniziativa realmente autonoma dell'investitore".

Si tratta di considerazioni che appare utile aver richiamato in questa sede, in quanto risultano avvalorate da talune circostanze fattuali dell'odierna controversia, come rilevabili in base alla documentazione versata in atti dalle parti.

Non può non essere, infatti, considerato e valutato quanto prodotto a fini probatori dal Ricorrente, e segnatamente quanto emerge dai messaggi whatsapp depositati, attestativi della circostanza che i dettagli degli investimenti d'interesse del cliente erano oggetto di discussione e confronto con l'evocato consulente, il quale risulta aver svolto, seppur in combinato disposto con il cliente medesimo, un ruolo non meramente recettizio.

Quanto alla relazione predisposta ex post dal consulente, versata in atti da parte resistente, quel che da essa emerge è che tutte le operazioni controverse sono state condivise e accettate dal cliente consapevole – nella prospettazione difensiva dell'Intermediario - delle caratteristiche e dei rischi insiti negli strumenti finanziari.

Il tenore di tale relazione, tuttavia, non può assumere ad avviso di questo Collegio l'auspicata valenza esimente, perché finisce piuttosto con l'avvalorare l'opposta tesi che il consulente abbia svolto un ruolo in ogni caso attivo, seppur come detto in concorso con il cliente; a fronte del che anche l'esito negativo della valutazione di adeguatezza/appropriatezza risulta depotenziato nelle sue implicazioni e, soprattutto, si rivela insufficiente per ritenere debitamente comprovato che l'individuazione degli

strumenti sia stato l'epilogo di un processo valutativo riconducibile solo e soltanto ad autonoma volontà del disponente.

In alte parole, si è trattato a ben vedere di un apporto - quello del consulente – fattivo, che non può qualificarsi come meramente passivo, con la conseguenza che l'esito formalmente negativo della condotta valutazione non può, come anticipato, mandare esente da responsabilità l'Intermediario resistente.

Quanto, invece, all'informativa attiva, sono in atti evidenze informatiche dell'avvenuta visualizzazione dei KID ad opera dell'investitore, prima della finalizzazione dell'operazione.

In conclusione, l'operato dell'Intermediario risulta censurabile per quanto sopra rilevato circa la concreta dinamica dei fatti occorsi, il che radica la sua responsabilità sotto il profilo risarcitorio; responsabilità, tuttavia, che va determinata a fini quantificatori tenendo conto del ruolo certamente non solo passivo avuto dal Ricorrente, il quale risulta aver in ogni caso concorso in misura che si ritiene paritaria alla causazione del danno lamentato in questa sede, determinandosi comunque per la finalizzazione degli investimenti controversi. E allora, in applicazione dell'art. 1227 c.c., il risarcimento viene da questo Collegio quantificato in pari misura al 50% della complessiva perdita subita, ossia a euro 22.000,77, oltre a rivalutazione e interessi legali.

PQM

il Collegio, in accoglimento del ricorso per quanto e nei limiti sopra specificati, dichiara l'Intermediario tenuto a corrispondere al Ricorrente, a titolo risarcitorio, la somma complessiva rivalutata di euro 26.516,96 per i titoli di cui in narrativa, oltre agli interessi legali dalla data della presente decisione sino al soddisfo, e fissa il termine per l'esecuzione in trenta giorni dalla ricezione della medesima 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, modificato con delibera n. 21867 del 26 maggio 2021.

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, sezione "Intermediari".

Il Presidente
Firmato digitalmente da
Gianpaolo Eduardo Barbuzzi