



**ARBITRO PER LE CONTROVERSIE FINANZIARIE**

**Il Collegio**

composto dai signori

Dott. G.E. Barbuzzi – Presidente

Prof.ssa M.D. Braga – Membro

Prof. Avv. M. de Mari – Membro

Prof. Avv. F. De Santis – Membro

Prof. Dott. P. Esposito – Membro

Relatore: Prof. Avv. M. de Mari

nella seduta del 16 giugno 2023, in relazione al ricorso n. 9094, 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 al servizio di ricezione e trasmissione di ordini su strumenti finanziari. In particolare, sotto il profilo della mancata informativa, al momento del trasferimento dei titoli presso l'Intermediario, dell'impossibilità di negoziarli, nonché della mancata esecuzione di plurimi ordini di vendita e la conseguente violazione delle regole in materia di *best execution*.

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

*2.* Il Ricorrente, con riferimento a un ingente quantitativo di azioni Seven Arts Entertainment (SAPX) in portafoglio, contesta che, al momento del trasferimento

dei titoli presso l'Intermediario, quest'ultimo non lo avrebbe informato dell'impossibilità di negoziarli; egli contesta, inoltre, la mancata esecuzione di plurime disposizioni di vendita impartite tra febbraio e giugno 2021 nell'ambito del servizio di ricezione e trasmissione di ordini e la conseguente violazione delle regole in materia di *best execution*. Più dettagliatamente il Ricorrente rievoca di avere acquistato - tramite l'Intermediario - nel corso del 2012 n. 800.000 azioni SAPX che, nel 2013, trasferiva presso altra banca ove incrementava la sua posizione fino a detenere complessivi 170 milioni di azioni. Il 3 luglio 2018, “*esclusivamente a seguito delle – o meglio, a causa delle – espressioni rassicurazioni fornite dalla Banca, anche tramite gli operatori di help-desk, in merito alla possibilità di negoziare le azioni e di poterle vendere sul mercato sino alla chiusura definitiva della posizione*”, il Ricorrente si determinava a ritrasferire il pacchetto azionario così ottenuto presso la Banca. Il Ricorrente riferisce che, il 10 febbraio 2021, aveva impartito tramite *call center* della resistente un ordine di vendita di 20 milioni di azioni al prezzo limite di \$ 0,0011, la cui esecuzione veniva negata. Gli operatori, prontamente contattati dal Ricorrente, lo rassicuravano sul buon esito dei futuri tentativi di vendita, ipotizzando – quale causa di impedimento – temporanei problemi tecnici. A distanza di alcuni giorni, il 16 febbraio 2021, impartiva nuovamente l'ordine *ut supra* ma, ancora una volta, rimaneva ineseguito. Il 16 aprile 2021, il Ricorrente prendeva, quindi, contatti con altro intermediario per chiedere informazioni circa la possibilità di vendere i titoli SAPX; possibilità che veniva da quest'ultimo – nonché da altri intermediari – confermata. Il 6 maggio 2021, disponeva un nuovo ordine di vendita di 20 milioni di azioni al prezzo limite di \$ 0,0012 che, tuttavia, veniva respinto dall'Intermediario e, a distanza di un mese, tentava nuovamente la vendita, impartendo, il 1° giugno e il 3 giugno, due ordini per, rispettivamente, 20 milioni di azioni al prezzo limite di \$ 0,002 e 90 milioni di azioni al prezzo limite di \$ 0,006, rimasti entrambi ineseguiti. Il Ricorrente evidenzia che in quel periodo le negoziazioni sul titolo *de quo* avevano registrato volumi altissimi e un valore, al 7 giugno 2021, pari ad \$ 0,0107 che gli avrebbe consentito di valorizzare il pacchetto azionario detenuto per circa 1,5 milioni di euro. Il 30 giugno 2021, l'Intermediario comunicava al Ricorrente il suo ingresso

nel *Private Banking* riservato ai clienti titolari di un patrimonio di valore superiore ad € 500.000,00, che gli avrebbe consentito – tra le altre cose – l’accesso diretto alla “*Sala Operativa*”; così, il giorno stesso, il Ricorrente impartiva l’ennesimo ordine di vendita per “soli” 10 milioni di azioni SAPX, rimasto ancora una volta ineseguito. Il Ricorrente riporta che, l’8 settembre 2021, l’help-desk dell’Intermediario gli riferiva che il titolo non sarebbe stato negoziabile “*a causa del basso valore dell’azione*”. A giudizio di Parte Ricorrente, tale affermazione non sarebbe veritiera, “*atteso che il titolo ha registrato volumi ampiamente capienti per far fronte alla vendita dell’intero pacchetto azionario detenuto dal Ricorrente [... raggiungendo] i massimi livelli di valore di scambio sul mercato*”. Il 5 ottobre 2021, il Ricorrente trasferiva i titoli SAPX presso altro intermediario e, nelle settimane immediatamente successive, vendeva 155 milioni di pezzi, ricavandone - sulla base di un prezzo medio di vendita pari ad € 0,002297 - lordi € 356.021,31 ossia un valore nettamente inferiore a quello che avrebbe potuto conseguire se l’Intermediario avesse tempestivamente venduto i titoli di che trattasi.

Così ricostruiti i fatti, il Ricorrente ritiene che la Banca abbia omesso di:

- assumere, al momento del trasferimento delle azioni presso di essa, tutti i dati necessari per vagliare, *inter alia*, gli obiettivi di investimento del Ricorrente;
- informarlo circa l’impossibilità di negoziare il titolo SAPX e rappresentargli, quindi, l’inadeguatezza e l’inappropriatezza dei servizi di investimento offerti rispetto ai suoi obiettivi;
- adottare, anche nella fase esecutiva del rapporto, misure idonee a salvaguardare i diritti dei clienti sui beni affidati, nonché risorse e procedure atte ad assicurare l’efficiente svolgimento dei servizi;
- individuare ed applicare la migliore strategia di esecuzione ai fini del conseguimento del miglior risultato possibile per il cliente, con ciò contravvenendo agli obblighi di *best execution*;
- fornirgli le informazioni necessarie “*per conoscere e comprendere, da un lato, le modalità adottate per l’esecuzione degli ordini impartiti e, dall’altro, le eventuali (asserite) difficoltà che avrebbero influito sulla corretta esecuzione degli ordini, le quali – contrariamente al perdurante silenzio [... della Banca]*

*– devono sempre essere comunicate immediatamente non appena a conoscenza dell’intermediario”.*

Il Ricorrente quantifica l’ammontare del danno conseguentemente subito in € 313.268,69, corrispondente alla differenza tra quanto avrebbe potuto ottenere considerando il prezzo medio delle azioni SAPX nel periodo febbraio-ottobre 2021 (€ 0,00393737), ossia € 669.290,00, e l’importo effettivamente conseguito in seguito alla avvenuta dismissione, pari ad € 356.021,31. In via subordinata, il Ricorrente considera, quale base da cui detrarre quanto percepito, l’importo che avrebbe conseguito se i titoli fossero stati dismessi nel momento in cui aveva impartito gli ordini di vendita, ossia € 532.139,38; in tale prospettiva il danno risulterebbe pari ad € 176.118,07.

Viene evidenziato, inoltre, come l’Intermediario non abbia risposto alla richiesta, formulata ai sensi dell’art. 119 TUB, di poter accedere alla documentazione di riferimento.

Alla luce di quanto sopra esposto, il Ricorrente chiede al Collegio, *“accertata la violazione da parte [... della Banca] degli obblighi imposti agli intermediari finanziari nella prestazione dei servizi di investimento, [di] condannare per tutte le ragioni esposte nella narrativa del presente ricorso, la [... Banca] al risarcimento dei danni patiti dal Ricorrente che si quantificano in una somma non inferiore ad 313.268,69, oltre rivalutazione monetaria ed interessi di legge sulla somma via via rivalutata, ovvero in via meramente subordinata in una somma pari ad 176.118,07, oltre rivalutazione monetaria ed interessi di legge sulla somma via via rivalutata, ovvero nella diversa somma maggiore o minore che dovesse risultare dovuta in esito al presente procedimento”.*

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

Egli rappresenta anzitutto che, il 4 febbraio 2003, il Ricorrente sottoscriveva il contratto quadro e che, nella stessa occasione, dichiarava di aver ricevuto le condizioni generali e il documento sui rischi generali e veniva sottoposto a profilatura. Viene fatto presente come – a seguito dell’entrata in vigore della normativa MiFID e, successivamente, MiFID 2 – la Banca abbia provveduto ad

informare la clientela sulle novità introdotte. In particolare, l'Intermediario fa riferimento ad un'integrazione contrattuale intervenuta nel 2008, in cui il Ricorrente acconsentiva esplicitamente al fatto che gli ordini da lui conferiti potessero essere eseguiti al di fuori di un mercato regolamentato o di un sistema multilaterale di negoziazione. Ciò premesso, l'Intermediario, dopo avere ripercorso nel dettaglio le vicende che hanno interessato il titolo SAPX (che, tra l'altro, il 14 settembre 2012 veniva "delistato" dal Nasdaq, passando ad una negoziazione OTC e trasferito presso l'Intermediario soltanto nel luglio 2018), afferma che la comunicazione circa l'ingresso del Ricorrente nel *Private Banking* dell'Intermediario, oltre a non menzionare l'accesso diretto alla "*Sala Operativa*", in ogni caso, non forniva alcuna garanzia in ordine al fatto che le disposizioni di vendita delle azioni negoziate OTC sarebbero state eseguite. Relativamente alle contestazioni mosse in ordine alla mancata informativa, al momento del trasferimento delle azioni all'Intermediario, sul fatto che le azioni "*non avrebbero mai potuto essere negoziate*", viene evidenziato come in tale occasione sia stato prestato solamente il servizio accessorio di custodia e amministrazione che – diversamente da quanto sostenuto da Parte Ricorrente – non richiederebbe di assumere dal cliente tutti i dati necessari per vagliare, *inter alia*, i suoi obiettivi di investimento e rappresentare allo stesso l'eventuale inadeguatezza/appropriatezza dei servizi offerti. In linea con quanto previsto dalla normativa, l'Intermediario avrebbe, invece, fornito al cliente le informazioni su di sé e sui servizi offerti, sugli strumenti finanziari, sulle sedi di esecuzione e sui costi ed oneri, consegnando allo stesso il Documento Informativo *ex tempore* rilevante, a tenore del quale: "*gli ordini della clientela possono trovare esecuzione su un mercato regolamentato, su un Multilateral Trading Facility (MTF) o 'over the counter' (OTC). Solo le prime due categorie di sedi di esecuzione costituiscono sedi di negoziazione riconosciute ovvero soggette a regole dettate dalla normativa vigente sulle modalità di ammissione dei partecipanti e di svolgimento delle negoziazioni [...]. Le negoziazioni 'over the counter' (OTC) si svolgono in maniera bilaterale tra acquirente e venditore secondo modalità di contrattazione definite tra le parti. In generale i titoli trattati in un mercato OTC sono meno liquidi rispetto a quelli trattati sui mercati ufficiali*". In merito, poi, al

servizio di raccolta e trasmissione di ordini prestato dalla Banca con riguardo a tale tipologia di strumenti, viene richiamata la parte del Documento Informativo secondo cui *“il servizio si sostanzia nella ricezione degli ordini dei Clienti aventi ad oggetto strumenti finanziari e nella loro trasmissione ad un intermediario abilitato alla negoziazione in conto proprio ed all’esecuzione di ordini per conto dei clienti. Ciò avviene quando la Banca non ha accesso diretto alla sede di esecuzione dell’ordine. Gli intermediari negoziatori dei quali la Banca può avvalersi in tal caso sono indicati nella Execution Policy disponibile sul sito internet della Banca”*.

L’Intermediario tiene, poi, ad evidenziare che l’affermazione del Ricorrente secondo cui *“il trasferimento delle azioni [...] avveniva a seguito delle [...] espresse assicurazioni fornite dalla Banca, anche tramite gli operatori di helpdesk, in merito alla possibilità di negoziare le azioni e di poterle vendere sul mercato”* non sarebbe in alcun modo provata, chiarendo inoltre che la disponibilità della Banca a raccogliere ordini di vendita al fine di trovare una controparte interessata all’acquisto, comunque non ne garantirebbe l’esecuzione.

Con riferimento all’asserita violazione degli obblighi di diligenza professionale per non aver individuato la migliore strategia di esecuzione ai fini della *best execution*, l’Intermediario rileva che *“se è vero che gli intermediari devono adottare una “strategia di esecuzione degli ordini” (cd. “Execution Policy”) volta al perseguimento del miglior risultato possibile (cd. “Best Execution”) per i loro clienti, è anche vero che l’individuazione di una Sede di Esecuzione degli ordini [...]quale “migliore” non rappresenta garanzia di ottenimento del miglior risultato possibile per ciascun singolo ordine eseguito, ma per la generalità degli ordini trattati”*. Nel caso specifico, la mancata esecuzione delle vendite sarebbe dipesa dalla mancata individuazione di controparti interessate all’acquisto del titolo SAPX, considerata la sua negoziabilità solo OTC.

Viene, altresì, eccepita la mancata prova del danno e rilevato che il Ricorrente, pur sapendo – già a partire da febbraio 2021 – che i suoi ordini di vendita non avrebbero trovato esecuzione presso gli intermediari di cui la Banca si avvaleva e che, invece, gli stessi avrebbero potuto essere eseguiti presso altri, avrebbe comunque scelto di

mantenere i titoli presso la Banca stessa fino a settembre 2021, dovendosi quindi accollare la responsabilità del tardivo trasferimento, ai sensi dell'art. 1175 c.c.

Per le motivazioni e le ragioni illustrate, l'Intermediario chiede conclusivamente all'Arbitro di *“dichiarare l'infondatezza del Ricorso e, conseguentemente, rigettare tutte le richieste genericamente formulate dal Cliente nei confronti della Banca. Nella denegata ipotesi in cui codesto spettabile Arbitro ritenga fondate le contestazioni avversarie, nella quantificazione del quantum, non si potrà non tenere conto del determinante concorso di colpa del [... Ricorrente] nella causazione del danno lamentato”*.

4. Il Ricorrente, in replica alle osservazioni difensive della Banca, sottolinea che, con specifico riferimento alla violazione degli obblighi di natura informativa, alcuni dei documenti *ex adverso* allegati, compreso il Documento Informativo richiamato dall'Intermediario, non gli sarebbero mai stati consegnati; inoltre, tali documenti conterrebbero solo comunicazioni generiche prive dell'indicazione del destinatario, di data certa di redazione e ricezione e di qualsivoglia sottoscrizione. Parte Ricorrente afferma che l'Intermediario non avrebbe offerto al cliente il solo *“servizio accessorio di custodia ed amministrazione”* ma si sarebbe obbligato a prestare anche i servizi di raccolta, trasmissione ed esecuzione di ordini da cui conseguono precisi obblighi di raccolta di informazioni sulle caratteristiche del cliente, di verifica che i servizi offerti fossero in linea con le caratteristiche del cliente e di informativa sull'aggravamento del rischio di liquidità delle azioni. Relativamente agli obblighi connessi al servizio di raccolta, trasmissione ed esecuzione degli ordini, il Ricorrente sostiene che la Banca non avrebbe dimostrato la corretta, pronta e rapida trasmissione degli ordini ricevuti – così come vorrebbe l'art. 48 del Regolamento Intermediari – essendosi la stessa limitata a rilevare che non vi era alcuna controparte interessata all'acquisto e che trattavasi di titoli negoziati solo OTC. Secondo il Ricorrente, poi, in ottemperanza agli obblighi di *best execution*, la Banca avrebbe dovuto non solo individuare una controparte interessata, ma anche *“(i) approntare una strategia di esecuzione diretta a conseguire il migliore interesse del cliente, (ii) individuare adeguate sedi di negoziazione, secondo i migliori parametri di prezzo, costi di negoziazione,*

*rapidità, probabilità di esecuzione e di regolamento, [... nonché] (iii) fornire al cliente tutte le informazioni sulle strategie adottate e sull'esito degli ordini di investimento".*

Viene, inoltre, rilevato che la Banca non avrebbe chiarito quale sarebbe stata l'attività effettivamente prestata in occasione degli ordini di vendita né in cosa si sarebbero sostanziate le asserite criticità che avrebbero impedito di dare corso agli stessi. In particolare, secondo il Ricorrente l'Intermediario non avrebbe neppure dimostrato di avere raccolto e trasmesso gli ordini al mercato (con indicazione delle specifiche modalità in concreto adottate e le relative tempistiche), né indicato la sede di negoziazione individuata e le effettive modalità in concreto adottate per tale individuazione, le eventuali interlocuzioni svolte con gli ulteriori soggetti coinvolti per dar corso alla vendita, gli esiti dei tentativi (ove effettivamente esistenti) di vendita e, tantomeno, le possibili soluzioni alternative adottate per rimediare alle eventuali criticità emerse in fase esecutiva. Viene, inoltre, evidenziato che l'Intermediario *"ha sempre omesso di fornire un riscontro specifico e puntuale alle richieste formulate dal [... Ricorrente] impedendogli di comprendere quale fosse il (presunto) problema riscontrato"*. In seguito al primo reclamo inviatogli, infatti, l'Intermediario laconicamente sosteneva che il titolo non era negoziabile per motivazioni riconducibili al broker; giustificazione, questa, incomprensibile ed in contrasto con quanto sostenuto nelle deduzioni al ricorso, in cui si diceva che non vi era stata alcuna controparte interessata all'acquisto dei titoli.

Il Ricorrente insiste, pertanto, per l'accoglimento delle già rassegnate conclusioni.

5. In sede di repliche finali, l'Intermediario afferma che, in qualità di mero depositario (presso cui, peraltro, il pacchetto azionario era stato trasferito soltanto nel luglio 2018) non sarebbe stato tenuto a informare il cliente circa le vicende sopravvenute sotto il profilo dell'asserito aggravamento del rischio di liquidità che interessava i titoli. In ogni caso – rileva l'Intermediario - tra gli obblighi informativi su di esso gravanti non rientrerebbero quelli citati dal Ricorrente, neppure laddove – ipoteticamente – fosse stato prestato il servizio di esecuzione o ricezione e trasmissione di ordini *"considerato che l'obbligo di rendere al Cliente un'informativa sullo strumento di investimento SUCCESSIVA ALL'ACQUISTO*



*grava soltanto i) sull'intermediario che ne ha curato l'acquisto e ii) solo laddove tale acquisto sia stato svolto nell'ambito del servizio di consulenza o di gestione di portafoglio".*

Relativamente alla doglianza di controparte secondo cui l'Intermediario avrebbe dovuto svolgere una verifica preventiva di negoziabilità dei titoli prima di riceverli in deposito, viene evidenziato come tale obbligo non sia né normativamente né contrattualmente previsto. L'Intermediario passa, poi, a contestare l'asserita omessa raccolta delle informazioni sugli obiettivi di investimento e sulla propensione al rischio del cliente, nonché la mancata verifica della congruità dei servizi offerti rispetto agli interessi e al profilo del cliente, facendo notare come tali obblighi rilevano in sede di acquisto e non ai fini del - solo - deposito successivo ed eventuale vendita dei titoli in portafoglio. In ogni caso, al momento del trasferimento delle azioni, la Banca era già in possesso del questionario del Ricorrente del 20 febbraio 2016.

Con riguardo alla mancata esecuzione degli ordini di vendita, l'Intermediario afferma che la stessa *"è stata determinata dal fatto che nessuna delle controparti indicate nei documenti consegnati/messi a disposizione del Cliente si è dichiarata disponibile all'acquisto"* e sostiene di essersi – con estrema diligenza – prodigata nell'interesse del cliente chiedendo ad una controparte un'esplicita deroga alla propria *Execution Policy*, richiesta che, tuttavia, è stata rifiutata.

Per quanto concerne, infine, la domanda di risarcimento del danno, la Banca ritiene che la stessa sia totalmente sprovvista di prova, avendo il Ricorrente allegato un documento riportante i prezzi delle azioni SAPX di alcuni giorni del 2021 senza indicare la fonte di tali dati; oltre a ciò, viene rilevato che il Ricorrente nulla ha prodotto a dimostrazione del prezzo medio dei titoli indicato nel ricorso in € 0,003937, evidenziando come i conteggi effettuati siano irrilevanti nonché errati, considerato che lo strumento è negoziato in USD e non in Euro. Infine, contrariamente a quanto sostenuto dal Ricorrente, la Banca ritiene di avere fornito in svariate occasioni – sia telefonicamente che per iscritto – risposte esaustive alle richieste di chiarimenti in ordine all'impossibilità di procedere alla vendita dei titoli

in contestazione. L'Intermediario insiste anch'egi, in conclusione, per l'accoglimento delle conclusioni rese nelle precedenti difese.

## **DIRITTO**

**1.** Il ricorso, stanti le evidenze in atti, è meritevole di accoglimento per le ragioni e nei termini di seguito rappresentati.

**2.** Quanto al primo motivo di doglianza – mancata informativa in ordine alla impossibilità di negoziare i titoli oggetto di controversia su cui il Ricorrente sostiene di aver ricevuto assicurazioni da parte dell'Intermediario – ad avviso del Collegio esso non può dirsi fondato. Non risultano, infatti, provate le presunte assicurazioni ricevute dall'*help-desk* della Banca in ordine alla *“possibilità di negoziare le azioni e di poterle vendere sul mercato sino alla chiusura definitiva della posizione”* e in ragione delle quali il Ricorrente – a suo dire – si sarebbe determinato (nel luglio 2018) ad effettuare il trasferimento dei titoli in favore dell'Intermediario.

Al riguardo può rammentarsi l'orientamento consolidato del Collegio secondo il quale, nel caso in cui nel ricorso siano svolte doglianze attinenti alla dinamica dei rapporti tra il cliente e il personale dell'intermediario, la prova verte su circostanze che si collocano al di fuori della regola dell'art. 23, comma 6, del TUF.

Pertanto, il relativo onere probatorio incombe sul ricorrente, trovandosi in caso contrario l'intermediario nella posizione di dover fornire dimostrazione di un fatto negativo. Inoltre il trasferimento delle azioni è avvenuto nel luglio 2018 e i tentativi di vendita due anni e mezzo più tardi (il primo è di febbraio 2021), di talché non si ravvisa neppure una contiguità temporale tra i due eventi (trasferimento e vendita) da cui potersi inferire, in via meramente probabilistica, che il cambio di intermediario fosse stato effettuato proprio allo scopo di disinvestire i titoli o, comunque, sulla base delle assicurazioni circa la possibilità futura di negoziare le azioni. La circostanza sostenuta dal Ricorrente non risulta quindi provata.

**3.** Anche la contestazione circa la mancata informativa in ordine all'inadeguatezza dei servizi offerti dalla Banca per il fatto che non consentivano di vendere le azioni trasferite, non risulta condivisibile, dal momento che l'Intermediario, all'atto del

trasferimento dei titoli, non era tenuto, nella sua veste di depositario, a valutare la coerenza tra i servizi offerti e gli obiettivi del Ricorrente, né a rendere informazioni al riguardo.

4. E', invece, fondata la contestazione circa la mancata esecuzione delle disposizioni di vendita, e ciò sotto il profilo del mancato rispetto degli obblighi in materia di *best execution*: alla luce delle evidenze in atti non risulta, infatti, chiaro perché gli ordini siano rimasti ineseguiti.

Le evidenze mostrano infatti che, nel periodo febbraio – giugno 2021, il Ricorrente ha tentato vanamente per cinque volte di vendere parte delle azioni (4 *tranche* da 20 milioni e l'ultima da 90 milioni).

Ebbene, riguardo alle motivazioni sottese alla mancata esecuzione delle disposizioni di vendita, la documentazione attesta che, nella risposta del 16 aprile al primo reclamo formulato da Parte Ricorrente, la Banca aveva affermato che “*il titolo non risulta negoziabile per motivazioni riconducibili al broker*”. In ulteriori due documenti che mostrano il contenuto delle risposte rese alle richieste del Ricorrente formulate via telefono il 6 maggio e il 30 giugno si dà atto che l'impossibilità di vendere le azioni dipende rispettivamente dal fatto che “*il nostro broker non accetta il titolo indicato*” e le “*ns controparti non accettano le operazioni per lo strumento*”. Con *e-mail* dell'8 settembre, invece, a fronte dell'ennesima richiesta del Ricorrente, l'help-desk riferisce “*non ci è permesso dai broker di tradare lo strumento in quanto le controparti non accettano le disposizioni a causa del basso valore dell'azione*”.

Negli scritti difensivi del presente procedimento, l'Intermediario, invece, afferma che la mancata esecuzione delle disposizioni di vendita sarebbe dipesa dall'assenza di controparti interessate all'acquisto delle azioni.

Il quadro informativo concernente le ragioni che hanno determinato la mancata vendita delle azioni risulta, pertanto, certamente confuso e contraddittorio. In seguito alle riscontrate difficoltà di mandare ad esecuzione gli ordini ricevuti, l'Intermediario avrebbe, piuttosto, dovuto improntare a maggiormente trasparenza il proprio operato, comunicando a Parte Ricorrente in maniera chiara e univoca –

soprattutto a fronte delle richieste di spiegazioni avanzate dal cliente – per quali ragioni le disposizioni di che trattasi non andavano a buon fine.

Né, in proposito, si ritiene verosimile la motivazione secondo cui le disposizioni di vendita non avrebbero avuto l'esito sperato perché il valore delle azioni era troppo basso, considerato che, nel periodo di riferimento, i titoli scambiavano a un valore che, seppur modesti, era comunque maggiore di quello registrato in altri momenti congiunturali. Né, parimenti, può condividersi la tesi – come detto teorizzata dappprincipio nell'ambito del presente procedimento – per cui gli ordini sarebbero rimasti ineseguiti per assenza di controparti in acquisto, posto che i titoli, all'epoca, erano regolarmente negoziati (come del resto, confermato da due intermediari terzi che confermavano la possibilità di vendere le azioni per loro tramite) e che, una volta pervenuti nella disponibilità dell'intermediario ricevente essi sono stati venduti senza che emergessero particolari criticità. Del resto, il fatto che gli ordini, nonostante la presenza di vendite, siano rimasti inevasi nella loro interezza (non hanno trovato, cioè, neppure una minima e frazionata esecuzione) depone nel senso che non siano stati neppure immessi nel “mercato” OTC.

Con riferimento alla prima giustificazione resa dall'Intermediario – e confermata nei messaggi dell'help desk sopra richiamati del 6 maggio e del 30 giugno – secondo cui la non negoziabilità dipendeva dal *broker* o comunque da “*controparti*” dell'Intermediario, si possono formulare le seguenti considerazioni. Alla luce delle evidenze in atti (e anche degli scambi che avvenivano nel periodo di riferimento e del fatto che il “nuovo” intermediario era poi riuscito a vendere), appare plausibile che gli ordini non siano rimasti ineseguiti per assenza di controparti in acquisto, quanto per una impossibilità alla vendita di tipo relativo, dovuta ai soggetti terzi di cui si avvaleva la Banca nella prestazione del servizio di ricezione e trasmissione di ordini. Del resto, è la stessa Banca, nelle proprie repliche finali, ad ammettere che la mancata vendita sarebbe dovuta anche al fatto che “*nessuna delle controparti indicate nei documenti consegnati/messi a disposizione del Cliente si è dichiarata disponibile all'acquisto*” ed a riferire di essersi prodigata, ma invano, per chiedere ad una controparte un'esplicita deroga alla propria *Execution Policy*, richiesta che, tuttavia, era stata rifiutata. In considerazione di tutto quanto sopra, non si ritiene

che l'Intermediario abbia dimostrato di avere correttamente trattato gli ordini ricevuti, non avendo peraltro neppure fornito evidenze circa i tentativi di vendita effettuati e i relativi esiti, né di avere rispettato gli obblighi di *best execution* servendo al meglio l'interesse del cliente.

Non può trascurarsi, inoltre, la circostanza che l'intermediario, pur non essendo tenuto a garantire il perfezionamento degli ordini di vendita impartiti dai propri clienti, era (ed è) tenuto al rispetto del c.d. obbligo di *best execution*, nell'ambito del quale rientra l'obbligo *ex art. 65, par. 5)*, del Regolamento Delegato n. 565/2017/UE di predisporre una strategia (già prima di quella di esecuzione) di trasmissione degli ordini che deve identificare, per ciascuna categoria di strumenti, i soggetti ai quali gli ordini sono trasmessi, in ragione delle strategie di esecuzione di questi ultimi.

Al fine di rispettare l'obbligo di *best execution*, l'intermediario che non esegua in proprio gli ordini deve, pertanto, valutare anche la strategia di esecuzione elaborata dai soggetti negozianti e, più in generale, dei soggetti di cui si avvale. In termini ancora più chiari, l'intermediario è tenuto a verificare che le *policy* di esecuzione adottate dai soggetti di cui si avvale per la negoziazione consentano di ottenere le migliori condizioni di negoziazione. Inoltre, l'art. 65, par. 6), del Regolamento Delegato n. 565/2017/UE, prevede che gli intermediari debbono fornire ai clienti informazioni sulle *policy* e sulle "entità scelte" per l'esecuzione degli ordini, nonché, quando selezionano altri negozianti per la prestazione di servizi di esecuzione degli ordini, riepilogano e pubblicano, con frequenza annuale e per ciascuna classe di strumenti finanziari, i primi cinque negozianti per volume di contrattazioni ai quali hanno trasmesso gli ordini dei clienti nell'anno precedente, includendo informazioni sulla qualità di esecuzione ottenuta. Il successivo paragrafo 7) prevede, altresì, un obbligo di controllo dell'efficacia della politica stabilita, della qualità dell'esecuzione dei negozianti in essa indicati e di riesame, almeno annuale, della politica adottata; riesame che, in ogni caso, deve essere condotto ogni volta che interviene una modifica rilevante che influisce sulla capacità di continuare ad ottenere il miglior risultato possibile per i propri clienti.

Ebbene, non può dirsi che l'Intermediario qui convenuto abbia adempiuto agli obblighi appena menzionati, né che abbia provato di averlo fatto. Certamente non possono ritenersi sufficienti a mandare esente da responsabilità dell'Intermediario le circostanze per cui quest'ultimo avrebbe notiziato la propria clientela in ordine all'entrata in vigore della direttiva MiFID e – in adeguamento a quest'ultima – provveduto a modificare le Condizioni Generali di contratto, contenenti anche le norme che regolano lo svolgimento dei servizi di ricezione e trasmissione di ordini, in cui si dava atto che gli ordini relativi a strumenti finanziari non negoziati in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione potevano comportare il rischio che non fossero facilmente liquidabili e tantomeno l'informativa resa alla clientela in occasione del delisting dal Nasdaq delle azioni (risalente al 2012). Né può indurre a diverse conclusioni il fatto che il Documento Informativo nella versione del 2017 – liberamente consultabile dalla clientela sul sito internet dell'Intermediario e per cui non vi è prova che sia stato consegnato al Ricorrente – evidenzi la maggiore difficoltà (e, a volte, persino l'impossibilità) a liquidare strumenti finanziari non quotati su mercati regolamentati, rispetto a quelli trattati, invece, su mercati ufficiali. Tale Documento, peraltro, pur indicando, ad esempio, i negoziatori, ripartiti per tipologia di strumento finanziario, a cui gli ordini dei clienti vengono trasmessi ai fini dell'esecuzione, risulta deficitario sotto il profilo degli ulteriori adempimenti (ad esempio, esame della qualità dell'esecuzione dei negoziatori in essa indicati e di riesame, almeno annuale, della politica adottata), con ciò contravvenendo ai sopra richiamati obblighi introdotti in attuazione della MiFID II. Va, infine, osservato che, diversamente da quanto sostenuto dall'Intermediario, non si ritiene si possa ravvisare alcun concorso di colpa del Ricorrente che aveva ricevuto informazioni poco chiare (se non reticenti) riguardo le motivazioni che non consentivano il disinvestimento dei titoli. Il fatto che Parte Ricorrente, già dal 16 aprile 2021, si fosse informata e, quindi, fosse al corrente della possibilità di vendere attraverso altri intermediari e che, ciò nonostante, abbia mantenuto i titoli presso l'Intermediario non può ritenersi una condotta colposa rilevante ai sensi dell'art. 1227 c.c. All'epoca, infatti, il Ricorrente

non sapeva dell'impossibilità dell'Intermediario di dare seguito alle disposizioni di vendita (impossibilità mai chiaramente palesata dall'Intermediario).

5. Accertata così, per i profili sopra evidenziati, la responsabilità dell'Intermediario, occorre ora quantificare il risarcimento del danno occorso.

Il Ricorrente chiede la somma di € 313.268,69, pari alla differenza tra quanto avrebbe potuto conseguire considerando il prezzo medio delle azioni SAPX nel periodo febbraio-ottobre 2021 (dal primo tentativo di vendita a quando ha trasferito le azioni presso altro intermediario) e quanto effettivamente conseguito (le vendite), ovvero – in subordine – di € 176.118,07, corrispondente alla differenza tra quanto avrebbe potuto ottenere considerando il valore del titolo nelle cinque occasioni in cui gli ordini di vendita sono stati impartiti (10 e 16 febbraio, 6 maggio, 1° e 3 giugno 2021) e quanto effettivamente conseguito (532.139 – 356.021). Il Ricorrente non è, quindi, riuscito a vendere tutti i titoli di cui, pertanto, potrebbe essere ancora residualmente in possesso (ovvero potrebbe averli venduti successivamente, ottenendo un ulteriore ricavo).

Ora, i volumi di vendita nel periodo febbraio – giugno 2021 non sono stati particolarmente significativi, se non in alcune giornate e la vendita di 100 milioni di azioni avvenuta nell'ottobre 2021 ad opera del nuovo intermediario ricevente, non appena trasferiti i titoli, rappresenta un volume di scambio che si pone come eccezionale rispetto a quelli del periodo.

Ciò essendo, si ritiene che il danno, che allo stato degli atti non risulta possibile quantificare nel suo preciso ammontare, possa essere liquidato, in via equitativa, in termini di perdita di *chance*, in 123.282,65 euro, in misura pari cioè al 70% della somma richiesta in via subordinata dal Ricorrente (corrispondente alla differenza tra quanto avrebbe potuto ottenere considerando il valore del titolo nelle cinque giornate di tentata vendita e quanto effettivamente conseguito, vale a dire 176.118,07 euro), oltre rivalutazione e interessi legali.

### **PQM**

Il Collegio, in parziale accoglimento del ricorso, dichiara l'Intermediario tenuto a corrispondere al Ricorrente, a titolo di risarcimento del danno, la somma

complessiva rivalutata di euro 141.898,33, 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 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  
Firmato digitalmente da:  
Gianpaolo Eduardo Barbuzzi