

Comunicazione n. DME/11052651 del 9-6-2011

inviata al dott. ...

OGGETTO: Quesito in merito alla possibilità per ... di operare, nell'attività di esecuzione ordini per conto della clientela, quale internalizzatore sulle azioni emesse dalla propria controllante

Si fa riferimento al quesito posto da codesta società ..., relativo alla possibilità di operare, nell'attività di esecuzione ordini per conto della clientela, quale internalizzatore sulle azioni emesse dalla propria controllante ..., nonché agli ulteriori elementi forniti con la nota del

In sintesi, secondo la ricostruzione compiuta da codesta società, l'attività in oggetto:

a) esulerebbe dall'alveo applicativo dell'art. 132 del T.U.F., il quale disciplina l'acquisto di azioni della società controllante, ovvero

b) tutt'al più sarebbe riconducibile, a seguito di interpretazione estensiva o di applicazione analogica, alle fattispecie previste dall'art. 144-bis, comma 1 del Regolamento Emittenti, in quanto in entrambi i casi sarebbero *"soddisfatte le esigenze di tutela degli azionisti sottese alla ratio delle norme richiamate"*.

Al riguardo la scrivente ritiene che l'art. 132 del T. U. F. trovi la propria *ratio* giustificatrice nella necessità di evitare una disparità di trattamento tra gli azionisti in sede di disinvestimento. Ove non sussistesse detto divieto, infatti, l'emittente potrebbe, in sede di individuazione del socio dal quale acquistare le azioni proprie, privilegiare taluni soci a discapito di altri, sia in termini di mera possibilità di trovare una controparte in acquisto (e ciò in particolare per quegli strumenti finanziari particolarmente illiquidi), sia in termini di prezzo pattuito o quantitativo acquistato, parametri che potrebbero comportare la difficoltà di reperire una controparte sul mercato.

Nella fattispecie, tuttavia, l'acquisto di azioni della società controllante da parte di ... avverrebbe nell'ambito della prestazione di un servizio di investimento, l'*"esecuzione degli ordini dei clienti"* per il tramite del connesso servizio di *"negoziazione per conto proprio"*. Sulla base di tale assunto, quindi, detta attività esulerebbe dalla disciplina dettata dal legislatore in tema di acquisto di azioni proprie.

In tale contesto rilevano le circostanze relative all'assetto organizzativo predisposto da codesto intermediario, volte a:

- predeterminare, attraverso l'utilizzo di un algoritmo, le condizioni in presenza delle quali l'intermediario, in modo non discrezionale, debba porsi quale controparte diretta del proprio cliente con riferimento sia alle quantità negoziate sia ai relativi prezzi, e
- comportare l'azzeramento delle posizioni in acquisto effettuate *intraday*.

Alla luce di detti elementi appare evidente che da un lato, l'intermediario si priva di ogni discrezionale valutazione in ordine alla decisione di negoziare e dall'altro, le operazioni non determinerebbero l'effettivo mutamento del suo portafoglio di proprietà, in relazione ai *"titoli propri"* emessi dal proprio controllante. L'assenza di elementi tipici che caratterizzano l'operatività

di compravendita di strumenti finanziari, determinerebbe quindi l'esclusione dell'attività in esame dall'area di applicazione della disciplina contenuta nell'art. 132 del Tuf.

In sintesi l'attività si caratterizzerebbe per una funzione economico-sociale diversa da quella dell'acquisto di azioni proprie essendo volta più propriamente alla prestazione di un servizio di investimento.

Sulla base di tali circostanze, pertanto, la società non perseguirebbe i tipici benefici connessi all'acquisto dello strumento finanziario azionario e, per di più, né la società né l'azionista venditore si troverebbero, nell'ambito dell'operazione di scambio, a ricoprire la posizione tipica, rispettivamente, di organizzatore e fruitore di un programma di *buy-back*, risultando invece parte di un rapporto sostanzialmente diverso.

Naturalmente la mancata inclusione nell'alveo applicativo dell'art. 132 del T.U.F. delle operazioni realizzate dall'intermediario nella prestazione del servizio di investimento di "*esecuzione degli ordini dei clienti*" per il tramite del connesso servizio di "*negoiazione per conto proprio*" si giustifica soltanto nella misura in cui venga predisposto un sistema, come nella fattispecie, che consenta l'esecuzione in via automatica delle sole transazioni che soddisfano i parametri preimpostati dalla società. In tal modo, l'intermediario si priva di ogni discrezionalità nell'esecuzione dell'ordine impartito dal cliente, in maniera tale da perdere la possibilità di selezionare ed eseguire, a parità di condizioni, un particolare ordine di vendita nell'ambito di una pluralità di ordini ricevuti.

Infine, tenuto conto di quanto emerso nel corso dell'incontro svoltosi il ... ed in particolare della crescente rilevanza commerciale che l'attività in parola assumerebbe in virtù della sua estensione alle azioni emesse dalla ... e del conseguente aumento rilevante dei volumi di negoziazione, la scrivente prende atto dell'impegno, assunto da codesta società nella successiva lettera ..., a qualificare l'attività come internalizzazione sistematica e conseguentemente a predisporre gli adeguamenti necessari a ottemperare agli obblighi di trasparenza pre e post-negoziazione e a procedere alla comunicazione di avvio della relativa operatività.

IL PRESIDENTE
Giuseppe Vegas