

Milano, 18 luglio 2016

Prot. n. 62/16

FC/fc

Spett.le **CONSOB**  
Divisione Mercati  
Via G. B. Martini, n. 3  
00198 – ROMA

**Oggetto: Criteri per la pubblicazione delle raccomandazioni di investimento e caratteristiche del nuovo sistema di trasmissione delle stesse alla Consob**

Nel ringraziare per l'opportunità di partecipare alla consultazione in oggetto (la "Consultazione"), Assosim, previo confronto con i propri Associati, svolge le seguenti considerazioni.

**Premessa**

Con riferimento alle richieste di pubblicazione da parte della Consob di raccomandazioni di investimento (o ricerche) prodotte o distribuite da intermediari, occorre premettere, innanzitutto, che tali provvedimenti appaiono riconducibili a due diverse fattispecie:

- a) le richieste di pubblicazione di ricerche pre-ipo, adottate ai sensi del combinato disposto degli artt. 97, comma 1, e 114, comma 5, del Tuf;
- b) le richieste di pubblicazione di ricerche diverse dalle ricerche pre-ipo, adottate ai sensi dell'art. 69-novies del Regolamento Emittenti (d'ora in poi, "RE").

In entrambi i casi, le richieste in questione si riferiscono a prodotti (*i.e.* le ricerche in merito a determinati emittenti e/o strumenti finanziari) che per espressa indicazione della Consob "contengono al loro interno elementi di valutazione" (v. Consultazione, p. 10, primo paragrafo). Si tratta, pertanto, di vere e proprie opere dell'ingegno, la cui creazione determina il sorgere, in capo al suo autore, di un duplice diritto d'autore: non solo quello morale, ma anche quello patrimoniale, che consiste nel diritto esclusivo di utilizzare economicamente l'opera in ogni forma o modo (art. 2577 c.c.). Si tenga presente, inoltre, che unica condizione richiesta per il sorgere del diritto d'autore è quella della originalità dell'opera, ossia che la stessa sia frutto di un'attività creativa (v. Cass. 13 giugno 2014, n. 13524), quale sicuramente è un'attività che comporti l'elaborazione di elementi valutativi, come nel caso delle raccomandazioni di investimento. In altri termini, la ricerca in questione costituisce a tutti gli effetti un bene (immateriale) privato, oggetto di un diritto di proprietà (intellettuale), assistito da tutte le relative tutele.

A quest'ultimo proposito, giova evidenziare come una differente conclusione dovrebbe trarsi, invece, per le informazioni su emittenti e strumenti finanziari in quanto tali, che costituiscono soltanto il punto di partenza dell'attività che conduce alla effettiva produzione di ricerca. Tali informazioni, infatti, potrebbero definirsi beni pubblici, suscettibili sì di richieste di diffusione al ricorrere di determinate circostanze, senza lesione di alcun diritto soggettivo, tanto che per alcune di esse (le più importanti, c.d. informazioni regolamentate) il legislatore impone la diretta pubblicazione a tutela della correttezza informativa sul mercato. È proprio nella macroscopica confusione tra (i) informazione alla base della ricerca (bene pubblico) e (ii) ricerca come prodotto dell'attività di valutazione della medesima informazione (bene privato) che risiede l'approccio erroneo rispetto alla questione della pubblicazione delle raccomandazioni di investimento, oggetto della consultazione in argomento.

## **Considerazioni**

### **I. Pubblicità delle raccomandazioni di investimento su richiesta della Consob e relativi criteri**

Posto che, come argomentato sopra, le ricerche costituiscono un bene privato e, conseguentemente, le relative richieste di pubblicazione da parte della Consob integrano la fattispecie dell'espropriazione, in primo luogo, occorre valutare la legittimità o meno di tali richieste, interrogandosi in merito alla sussistenza nel caso di specie delle condizioni dell'esproprio. Più precisamente, ai sensi dell'art. 42, comma 3, Cost., "la proprietà privata può essere, nei casi previsti dalla legge, e salvo indennizzo, espropriata per motivi d'interesse generale". In altri termini, questo significa che l'espropriazione è legittima solo in presenza:

- a) di un interesse generale;
- b) di una previsione legislativa che lo consenta (c.d. riserva di legge);
- 3) di un indennizzo che compensi il privato.

Come si procederà a dimostrare di seguito, nel caso di specie non ricorre alcuna delle tre condizioni suddette, così da doversi rilevare e contestare la piena illegittimità costituzionale del regime di pubblicità delle raccomandazioni di investimento.

#### **1) Interesse generale**

Il paradigma normativo di riferimento del potere della Consob sulle ricerche finanziarie è da rinvenire nella disciplina degli abusi di mercato e in particolare, almeno sino al 3 luglio 2016, nell'art. 6, commi 5 e 7, MAD, che riconosce alle autorità competenti, al fine di assicurare il rispetto, tra le altre cose, della disciplina delle raccomandazioni di investimento, il potere di adottare tutte le misure necessarie a garantire che il pubblico sia correttamente informato. Pertanto, l'interesse generale di cui si deve verificare la sussistenza in questa sede è proprio quello alla correttezza informativa del mercato, che secondo la Consob sarebbe pregiudicato in presenza di "notizie" sulla divulgazione di

ricerche. In effetti, una tale motivazione ben potrebbe, quanto meno in linea di principio, costituire una valida giustificazione, in termini di pubblica utilità, di provvedimenti di esproprio di beni privati. Tuttavia, almeno per quanto riguarda le ricerche diverse dalle ricerche pre-ipo, un'attenta analisi dei presupposti stessi in presenza dei quali la Consob è legittimata a intervenire – in particolare la presenza di notizie in relazione alla pubblicazione di una ricerca (art. 69-*novies*, comma 2, lett. a, RE) – inducono a ritenere che una tale esigenza potrebbe non necessariamente porsi in concreto. Normalmente, infatti, la mera notizia – salvo falsità della stessa – della pubblicazione di una ricerca è, già di per sé, sufficiente a ristabilire quella simmetria informativa che l'Autorità vorrebbe, invece, perseguire con la pubblicazione dell'intera ricerca. Nella maggior parte dei casi, è possibile osservare un sensibile impatto sul corso dei titoli oggetto della ricerca, coerente con il contenuto della stessa, già alla mera presenza della notizia della sua diffusione (a maggior ragione se tale notizia risulta sufficientemente specifica, requisito precisato dalla Consob nella Consultazione). Ne consegue un'incidenza quasi nulla, su prezzi e volumi di mercato, della eventuale successiva pubblicazione delle relative motivazioni. A ulteriore conferma di tale ricostruzione, lo stesso art. 69-*novies*, comma 2, lett. b, RE subordina l'adozione del provvedimento di pubblicazione alla sensibile variazione del prezzo di mercato e/o del volume degli scambi degli strumenti finanziari oggetto della raccomandazione. In un tale contesto, pertanto, l'opportunità di adottare provvedimenti di esproprio di ricerche finanziarie dovrebbe essere per lo meno valutata in un'ottica di proporzionalità, avendo cioè riguardo, da un lato, all'effettivo ulteriore impatto che potrebbe avere sul mercato la conoscenza delle giustificazioni adottate dagli analisti finanziari a sostegno dei loro giudizi e, dall'altro, all'esigenza di non disincentivare la produzione di ricerche a fronte del rischio di adozione, da parte della Consob, di provvedimenti di pubblicazione coattiva.

Le considerazioni appena esposte valgono a maggior ragione alla luce della nuova disciplina degli abusi di mercato di cui al MAR (direttamente applicabile dal 3 luglio 2016). A differenza del sopra citato art. 6, commi 5 e 7, MAD, l'art. 23(2)(m) MAR, nel disciplinare i poteri delle autorità competenti diretti ad assicurare il rispetto delle norme del MAR, riconosce e delimita quello di “adottare tutte le misure necessarie a garantire che il pubblico sia correttamente informato con riguardo, tra l'altro, alla correzione di informazioni false o fuorvianti divulgate, anche imponendo all'emittente o ad altri che abbiano pubblicato o diffuso informazioni false o fuorvianti di pubblicare una dichiarazione di rettifica”. Emerge quindi chiaramente, almeno nelle intenzioni del legislatore europeo, la distinzione tra la nozione di correttezza informativa e quella di parità informativa, ulteriore discriminare che il documento di consultazione non sembra aver colto pienamente, nonostante soltanto la prima sembri giustificare un suo potere di richiedere eventuali pubblicazioni, peraltro limitatamente a mere dichiarazioni di rettifica (senza estendersi all'intero testo della ricerca) e soltanto in presenza di notizie false o fuorvianti (e non di semplici informazioni parziali o incomplete).

## 2) Riserva di legge

In merito alla necessità di una specifica previsione legislativa che consenta un provvedimento di esproprio, occorre distinguere tra le due sopra menzionate diverse fattispecie di richieste di pubblicazione per cercare di rinvenirne il relativo fondamento normativo. Per quanto riguarda le ricerche pre-ipo, il potere di chiederne la pubblicazione troverebbe legittimazione nella norma di legge primaria di cui al combinato disposto degli artt. 97, comma 1, e 114, comma 5, Tuf. Con riferimento, invece, alle ricerche diverse da quelle pre-ipo, secondo quanto sostenuto dalla Consob (v. Consultazione, p. 2, ultimo paragrafo), il potere che la stessa si è attribuita all'art. 69-*novies*, comma 2, RE troverebbe legittimazione, sempre a livello di legge primaria, nell'art. 114, comma 9, lett. b, Tuf, che, testualmente, attribuisce all'Autorità stessa il potere di stabilire con regolamento "le modalità di pubblicazione delle ricerche" prodotte o diffuse da, tra gli altri, i c.d. soggetti abilitati. Tale tesi non convince. Nei casi in cui il legislatore, infatti, ha voluto attribuire alla Consob un vero e proprio potere di imporre la pubblicazione di informazioni (si noti bene, di informazioni, non comunque di ricerche, ossia elaborazioni originali di quelle informazioni, come ampiamente argomentato *supra*), non ha esitato a farlo espressamente. Un esempio evidente si rinviene nello stesso art. 114, comma 5, Tuf, che prevede che la Consob possa "anche in via generale, richiedere agli emittenti [e] ai soggetti che li controllano [...] che siano resi pubblici, con le modalità da essa stabilite, notizie e documenti necessari per l'informazione del pubblico". Coerentemente con tale ricostruzione, si ritiene di poter sostenere che l'art. 114, comma 9, Tuf avrebbe conferito alla Consob esclusivamente il potere di stabilire, in generale, la mera "modalità" di pubblicazione, al fine di garantirne la corretta presentazione (v. art. 6, comma 5, MAD), di quelle sole ricerche che gli intermediari decidono di pubblicare volontariamente o in virtù di un obbligo contrattuale comunque volontariamente assunto, come, ad esempio, avviene nell'ambito dell'attività di *specialist* sull'MTA.

## 3) Equo indennizzo

Anche laddove non si condividessero le motivazioni di cui ai precedenti punti 1) e 2) in relazione all'assenza di un'effettiva (o, quanto meno, proporzionata) pubblica utilità a giustificazione degli espropri di ricerche finanziarie operati dalla Consob e alla violazione della riserva di legge, non può certo negarsi, almeno in relazione alle pubblicazioni coattive di ricerche diverse da quelle pre-ipo, il mancato rispetto da parte della Consob, alla luce delle attuali modalità di pubblicazione delle raccomandazioni, del terzo dei requisiti richiesti dall'art. 42, comma 3, Cost., ossia la corresponsione all'intermediario di un equo indennizzo per la privazione da questi subita di qualsiasi ulteriore possibilità di sfruttamento economico dell'opera del suo ingegno. Bisogna al riguardo considerare che la legge, già allo stato, non preclude la possibilità per la Consob di disporre un tale indennizzo. Dove, infatti, il legislatore ha ritenuto che le informazioni (ancora una volta, si parla di mere informazioni, non comunque di ricerche, ossia elaborazioni originali di quelle informazioni) necessarie ad assumere decisioni di investimento informate fossero

messe a disposizione del pubblico senza corrispettivo, lo ha detto esplicitamente, come ad esempio nel caso di cui all'art. 113-ter, comma 6, Tuf, relativo alle c.d. "informazioni regolamentate".

### **Soluzione proposta**

Si ritiene che i criteri proposti continuino a essere non sufficientemente chiari né utili a realizzare il dichiarato obiettivo di precisare – e quindi restringere – le condizioni per la richiesta di pubblicazione delle raccomandazioni di investimento, con specifico riferimento alla "presenza di notizie" di cui all'art. 69-novies, comma 2, lett. a), RE. In particolare, il fatto che la notizia diffusa debba contenere "informazioni sufficientemente specifiche" in merito alla raccomandazione non ridurrebbe in alcun modo il perimetro effettivo del potere della Consob, posto che già oggi l'Autorità si limita, di fatto, a richiedere la pubblicazione solo nei casi in cui le indiscrezioni, oltre al *target price* e al giudizio operativo, riportino anche parte degli ulteriori contenuti delle ricerche stesse, come riferito e confermato dalla stessa Consob nel corso di una precedente riunione con le associazioni di categoria e gli intermediari abilitati. Non vi sarebbe, pertanto, alcun cambiamento in concreto dell'attuale scenario, così da non realizzarsi affatto il millantato efficace contemperamento tra gli obiettivi di vigilanza e la salvaguardia del valore economico delle raccomandazioni.

Un tale obiettivo potrebbe, invece, essere utilmente perseguito limitando il potere di richiedere, non già la pubblicazione delle ricerche, ma, come sopra argomentato, la pubblicazione di mere dichiarazioni di rettifica nei soli casi in cui siano diffuse notizie false o fuorvianti in merito al contenuto delle ricerche stesse. Infatti, soltanto in un caso siffatto si concretizzerebbe realmente la necessità di ristabilire la correttezza informativa sul mercato, ossia quel solo interesse generale che potrebbe legittimare l'esercizio del potere della Consob in discussione in questa sede, come più ampiamente argomentato sopra.

In aggiunta, con riferimento alla condizione per la richiesta di pubblicazione di cui all'art. 69-novies, comma 2, lett. b), del RE (*i.e.* sensibile variazione del prezzo o del volume degli scambi del titolo oggetto della ricerca), è necessario chiarire che tale condizione deve ritenersi sussistente soltanto nei casi in cui la modifica dell'andamento del titolo sia diretta conseguenza della presenza di notizie sui contenuti valutativi della raccomandazione e non anche quando tale variazione sia legata invece a un evento societario, poi meramente riportato nella ricerca stessa. Si concorda, inoltre, sulla non opportunità di imporre la pubblicazione di una specifica sintesi della ricerca, redatta *ad hoc*, in alternativa alla pubblicazione del documento completo (o dell'*Executive summary*), in quanto si tratterebbe di un adempimento evidentemente troppo gravoso per quegli intermediari che non siano già muniti dei mezzi necessari a tal fine. Si ritiene, d'altra parte, opportuno che sia fatta salva, per ciascun destinatario di provvedimenti di pubblicazione coattiva, la possibilità di scegliere tra la diffusione dell'intera ricerca

ovvero di un mero estratto della stessa, sulla base di un'analisi costi/benefici che può essere condotta caso per caso soltanto dai singoli operatori.

Da ultimo, condividiamo le obiezioni integrative sollevate da AFME nella sua risposta alla consultazione in oggetto, che abbiamo avuto occasione di leggere in bozza, con particolare riferimento ai seguenti aspetti:

- illegittimità dell'*unlevel playing field* derivante dall'oneroso requisito della pubblicazione coattiva delle ricerche, aggiuntivo rispetto agli obblighi europei, a maggior ragione nell'attuale mutato contesto della disciplina degli abusi di mercato, contenuta in un regolamento diretto a garantire un livello di armonizzazione massima;
- discriminazione per gli investitori esteri, posto che la pubblicazione delle ricerche andrebbe a beneficio dei soli investitori italiani;
- rischio di indurre in errore gli investitori *retail*, derivante dalla pubblicazione coattiva di ricerche in origine destinate per lo più a clienti professionali, quindi redatte in un linguaggio tecnico, oltre che in lingua inglese, di difficile comprensione per i clienti al dettaglio.

### **Analisi costi/benefici**

Innanzitutto, si rileva che le valutazioni svolte dalla Consob al fine di individuare i costi per l'industria, conseguenti alla richiesta di pubblicazione delle raccomandazioni, abbiano omissis di considerare che anche i rischi reputazionali a cui tali richieste espongono gli intermediari costituiscono un costo significativo da tenere presente. Infatti, le pubblicazioni su richiesta della Consob, soprattutto nella fase che precede un'ipo, di ricerche su strumenti finanziari oggetto dell'ipo stessa pongono gli intermediari destinatari di tali provvedimenti e, più in particolare, i membri del consorzio di collocamento di tali strumenti, di fronte a rischi di natura quanto meno reputazionale tali da rappresentare, di per sé soli, un (ulteriore) forte disincentivo alla produzione stessa di ricerche finanziarie. In particolare, la pubblicazione di una ricerca pre-ipo operata su richiesta dell'Autorità, se sufficiente a esentare un intermediario – sicuramente nell'ambito dell'ordinamento italiano, ma, probabilmente, anche nell'ambito di ordinamenti esteri eventualmente coinvolti – da qualsiasi responsabilità di natura penale, amministrativa e civile, potrebbe comunque dare adito all'instaurazione, nei confronti dell'intermediario, di procedimenti sanzionatori o civili che, se anche destinati a esser rigettati, potrebbero in ogni caso generare, per l'intermediario stesso, gravi ripercussioni reputazionali e, di conseguenza, economiche. Si pone, infatti, il rischio che una ricerca pre-ipo, una volta pubblicata su un sito internet e resa, in tal modo, disponibile alla generalità degli investitori, possa essere, nell'ambito di ordinamenti diversi dal nostro, riqualficata quale documento di offerta non autorizzato, quale pubblicità non autorizzata di prodotti di investimento o quale raccomandazione (personalizzata) di investimento. Analogo rischio si pone in relazione alla possibile violazione di limitazioni di natura

legale alla diffusione al pubblico (e, in particolare, agli investitori *retail*) di ricerche pre-ipo. Proprio al fine di evitare o, quanto meno, contenere rischi di tal fatta, le ricerche prodotte in tale fase vengono divulgate dai membri dei consorzi di collocamento esclusivamente alla loro clientela istituzionale su supporto cartaceo, così da contenere il rischio di qualsiasi ulteriore divulgazione non autorizzata della ricerca stessa. La pubblicazione, viceversa, su un sito internet (sia questo il sito dell'intermediario stesso o quello del gestore del mercato sul quale i titoli sono quotati o sono destinati a essere quotati), rendendo la stessa disponibile alle generalità degli investitori anche in ordinamenti diversi da quello italiano, espone così l'intermediario agli accennati rischi di *compliance*, nonché di contenzioso con investitori. Questi ultimi, infatti, potrebbero avanzare richieste di risarcimento nei confronti dell'intermediario sostenendo di essere stati indotti a investire sugli strumenti oggetto della ricerca sulla base delle raccomandazioni contenute nella stessa, a maggior ragione ove riqualificabile quale documento d'offerta nel paese di residenza o stabilimento dell'investitore. È evidente come i rischi sopra evidenziati possano facilmente dar luogo a danni economici e reputazionali (e quindi costi) di ingente entità, anche a prescindere dal fatto che le stesse si dimostrino poi infondate, così da inopportunamente disincentivare la produzione di ricerche nella fase precedente a una ipo.

Con riferimento più generale all'analisi costi/benefici condotta dalla Consob, si ritiene che i costi sostenuti dall'industria non siano affatto compensati dai benefici per il mercato, per il semplice fatto che questi ultimi non sono riscontrabili in concreto. Pertanto, anche laddove si volessero condividere le stime al ribasso dei costi elaborate dall'Autorità, gli oneri posti in capo agli intermediari sarebbero comunque del tutto ingiustificati, a fronte di benefici pubblici inesistenti. Infatti, nella maggior parte dei casi, la Consob richiede la pubblicazione delle ricerche laddove si siano diffuse in merito alle medesime notizie parziali ma anche così specifiche da aver già avuto impatti sul corso dei titoli oggetto di raccomandazione. Ne consegue che, come già anticipato supra, la successiva pubblicazione delle motivazioni degli analisti non aggiunge alcun ulteriore elemento informativo utile per gli operatori del mercato, così come confermato dalle modifiche del volume degli scambi rilevanti riscontrate dopo la stessa, solitamente contenute o inesistenti. Diversamente, il relativo costo, pertanto inutile, che l'intermediario deve sopportare per ciascuna richiesta di pubblicazione si concretizza nell'immediata perdita di valore economico della ricerca diffusa nella sua completezza, che ovviamente non sarà più possibile vendere ai propri clienti così da trarne ricavi. Una conclusione differente potrebbe raggiungersi soltanto nel caso in cui le notizie diffuse al riguardo della ricerca siano non tanto parziali, ma false o fuorvianti, così da indurre gli investitori a effettuare negoziazioni sconvenienti. Soltanto in un caso siffatto, infatti, potrebbe giustificarsi un onere in capo all'intermediario produttore della ricerca, che potrebbe essere chiamato a farsi carico di ripristinare la correttezza informativa sul mercato. Si sottolinea, però, che a tal fine sarebbe comunque sufficiente la diffusione di una mera dichiarazione di rettifica,

senza che si ravvisi alcuna necessità di pubblicare l'intero documento contenente la ricerca (adempimento molto più costoso), così come confermato dal già citato art. 23(2)(m) MAR. Da ultimo, riteniamo utile segnalare come la ricerca finanziaria costituisca per gli intermediari un valore da salvaguardare alla luce dell'entrata in vigore della MiFID 2, da cui ci si attende un ulteriore abbattimento dei margini sui servizi meramente esecutivi.

## **II. Il nuovo sistema di trasmissione delle raccomandazioni di investimento alla Consob**

Innanzitutto, occorre premettere alcune richieste di chiarimenti, da parte dell'Autorità, in merito al perimetro oggettivo delle raccomandazioni rientranti nel nuovo sistema di trasmissione proposto.

1) Secondo quanto indicato dalla Consob, il nuovo sistema di trasmissione si applicherà alle ricerche “riguardanti gli emittenti e gli strumenti finanziari, di cui all’art. 180, comma 1, lett. a), del Tuf” (v. Consultazione, p. 9, ultimo periodo). In proposito, in merito agli emittenti, si ritiene necessario che venga chiarito se il riferimento è solo agli emittenti italiani oppure se dovranno essere trasmesse anche le ricerche riguardanti emittenti esteri. Per quanto riguarda invece gli strumenti finanziari, si evidenzia che l’art. 180, comma 1, lett. a), del Tuf fornisce la definizione di strumenti finanziari rilevanti ai fini della disciplina degli abusi di mercato, che proprio nel corso di questa Consultazione è profondamente mutata a seguito della diretta applicabilità del MAR, a partire dal 3 luglio 2016. In particolare, il MAR estende l’operatività della disciplina degli abusi di mercato non solo agli strumenti negoziati su mercati regolamentati, ma anche a tutti quelli negoziati su MTF o OTF. Ne consegue che il citato art. 180, comma 1, lett. a), Tuf, nelle more del legislatore ancora nella versione elaborata in recepimento della vecchia MAD, dovrà a breve essere adeguato al nuovo MAR. Sarebbe pertanto opportuno che la Consob fornisca una definizione di strumenti finanziari rilevanti autonoma, che consenta appunto di limitare, come opportuno, le raccomandazioni da trasmettere a quelle riguardanti gli strumenti quotati, anche successivamente all’adeguamento del Tuf al MAR. Laddove, al contrario, le intenzioni della Consob fossero quelle di equiparare il perimetro oggettivo dell’obbligo di trasmissione a quello del MAR, si ritiene necessaria una precisazione sul punto.

2) Consob precisa che dovranno essere inviate solo le “raccomandazioni di investimento che contengono al loro interno elementi di valutazione sull’emittente (incluse stime, dati previsionali, etc.), mentre saranno esentate dal predetto obbligo di trasmissione quelle ricerche che riportino soltanto notizie stampa, ovvero quelle che comunque non contengono elementi valutativi” (v. Consultazione, p. 10, primo periodo). Considerato che, con l’anzidetta diretta applicabilità del MAR, a partire dal 3 luglio 2016, vige nel nostro ordinamento, in materia di abusi di mercato, la nozione di raccomandazione di investimento di cui all’art. 3(1)(35) del MAR, si richiede all’Autorità di chiarire (i) se

quest'ultima coinciderà con quella di raccomandazione contenente elementi valutativi da trasmettere alla Consob, nonché, in caso negativo, come si auspica, (ii) il modo in cui le due nozioni interagiscano tra loro e, in particolare, (iii) se si possa fare riferimento alla definizione di “ricerca in materia di investimenti” ex art. 24(1) della direttiva 2006/73/CE per delimitare il perimetro delle raccomandazioni di cui all'art. 69-novies, comma 1, RE. In ogni caso, si ritiene opportuno che venga precisata la vigenza di quanto dalla Consob specificato nella sua Comunicazione n. DME/6027054 del 28 marzo 2006<sup>1</sup>, nonché l'esclusione dall'obbligo di trasmissione di tutte quelle comunicazioni dei *sales*, riconducibili ai c.d. *market colors* (ad es. *sales notes*, *short-term market commentaries*,

---

<sup>1</sup> Con tale Comunicazione, sulla base delle richieste di chiarimento formulate da parte dei soggetti interessati, era stato all'epoca chiarito che:

- a) sono da considerare raccomandazioni gli elaborati relativi ad uno o più emittenti strumenti finanziari di sintetico contenuto e veloce aggiornamento, quali le *morning note*, i *daily fax* e le *flash notes* o altri documenti di analogo contenuto, qualora tali documenti siano idonei a fondare decisioni di investimento; tale idoneità si realizza quando essi contengono esplicite o implicite raccomandazioni al pubblico, per effetto dell'analiticità dei contenuti ovvero della presenza di elementi nuovi rispetto a precedenti giudizi e alle prevalenti aspettative del mercato;
- b) non sono invece assoggettabili alla disciplina in oggetto quei documenti che riportano in modo oggettivo, acriticamente e senza alcuna analisi, mere informazioni già diffuse al pubblico dagli emittenti quotati ai sensi della normativa vigente, nonché dati, anche di natura previsionale, concernenti soltanto aggregati di carattere macroeconomico;
- c) i documenti utilizzati nell'ambito di attività “commerciali”, quali le c.d. *sales literature* o altri documenti di contenuto analogo, anche nella forma di informazioni verbali o brevi messaggi, relative all'usuale attività dell'analista finanziario, ovvero le c.d. *trading ideas*, rivolti ai gestori delle filiali, che possono costituire il supporto per attività di consulenza connesso al rapporto di negoziazione richiesto dal cliente, sono da ritenere escluse dall'area delle raccomandazioni nel caso in cui sono caratterizzate da un taglio personalizzato e da improbabilità di pubblicazione; al riguardo vale citare l'art. 65 comma 4, del RE, secondo il quale non si considerano raccomandazioni “i consigli di investimento per mezzo di raccomandazioni personalizzate, le quali è improbabile vengano rese pubbliche, fornite dai soggetti abilitati ai clienti in merito ad una o a più operazioni aventi ad oggetto strumenti finanziari”; sul punto si rileva che il terzo considerando della direttiva comunitaria n. 2003/125/CE include tra i predetti consigli quelli “informali in materia di investimenti a breve termine provenienti dagli uffici vendite o commerciali dei predetti soggetti abilitati”;
- d) non sono da considerare raccomandazioni, ricadenti nell'ambito della disciplina in esame, gli elaborati, non destinati al pubblico, utilizzati in occasione di presentazioni di nuove emissioni di strumenti finanziari ai potenziali partecipanti a consorzi di collocamento e garanzia per offerte istituzionali o pubbliche, con la finalità della costituzione di detti consorzi;
- e) gli studi di settore possono rilevare ai fini della disciplina in esame se in relazione ad essi si possono trarre immediate e non equivocate valutazioni sulle società quotate leader nel settore oggetto di esame;
- f) come è possibile dedurre implicitamente dall'art. 69-septies del RE sono da considerare raccomandazioni le ricerche o altre informazioni, come definite nell'art. 65, comma 2, del RE, divulgate nella forma non scritta; al riguardo si rileva che possono, tra l'altro, essere incluse in tale area le interviste rilasciate ai “media” (televisioni, radio, ecc.); per tali raccomandazioni l'art. 69-septies, comma 2, prevede che i soggetti pertinenti adempiono alle disposizioni relative alla corretta presentazione tenendo conto delle specifiche esigenze di sintesi, immediatezza e comprensione da parte del pubblico connesse con tale modalità di diffusione; appare evidente che anche le misure idonee a dimostrare, su richiesta della Consob, il carattere ragionevole di ogni raccomandazione, previste dal comma 3 dello stesso articolo, debbano essere predisposte tenendo conto della particolare tipologia di raccomandazione; in particolare, si ritiene che il soggetto pertinente dovrà, tra l'altro, mantenere evidenza della raccomandazione scritta dalla quale la raccomandazione non scritta è stata eventualmente tratta ovvero adeguati mezzi di riproduzione di quest'ultima.

*morning calls* etc.), che sarebbe operativamente impossibile catalogare e registrare a tali fini. Si ritiene, inoltre, che dovrebbero essere escluse dall'obbligo di trasmissione alla Consob anche le ricerche non monografiche (es. report settoriali) che consistono in una mera aggregazione di report monografici.

### **Soluzione proposta**

Si evidenzia, in primo luogo, che il sistema già oggi utilizzato dalla Consob per l'acquisizione formale ai propri atti delle ricerche prodotte dagli intermediari (*i.e.* invio del file per e-mail contestualmente alla diffusione alla clientela) sembrerebbe costituire un *unicum* in Europa e che, a maggior ragione, nessun'altra Autorità ha ritenuto necessario istituire un sistema automatizzato di analisi di impatto sul mercato delle ricerche alimentato direttamente dai produttori delle stesse.

Ciò premesso, andrebbe a nostro avviso valutato se non sia più opportuno, nel rispetto del richiamato principio di proporzionalità e contenimento dei costi per il sistema, prevedere che sia la Consob stessa a estrapolare i dati di proprio interesse dalle ricerche, che gli intermediari continuerebbero a inviare via e-mail contestualmente alla diffusione alla rispettiva clientela, e a utilizzare gli stessi (eventualmente digitalizzandoli nei propri algoritmi di rilevazione automatizzata di anomalo andamento delle negoziazioni) per svolgere le analisi e le verifiche ritenute necessarie. In alternativa, l'Autorità, tenuto conto dell'utilità che trae il mercato nel suo complesso per le ricerche prodotte dagli intermediari, potrebbe valutare la possibilità di collettivizzare tale costo, prevedendo una riduzione dei contributi di vigilanza in capo a coloro ai quali si chiede questo ulteriore *effort* in misura tale da compensare i costi per l'assunzione di personale cui demandare i nuovi adempimenti.

Per quanto riguarda in particolare gli intermediari esteri operanti su una moltitudine di mercati mondiali, bisogna poi considerare le difficoltà derivanti dall'utilizzo del nuovo sistema connesse con l'accentramento in un'unica sede operativa, evidentemente non localizzata in Italia, delle attività di diffusione contestuale a tutta la clientela delle ricerche prodotte. L'assenza di analoghi obblighi per le ricerche non incluse nel perimetro della vigilanza Consob, comporterebbe inevitabilmente la necessità di una gestione separata dei relativi adempimenti, con conseguente aggravio di costi e rischi operativi. Da ultimo, non ci risulta che i meccanismi di controllo a oggi utilizzati dalla Consob in relazione alla diffusione delle ricerche finanziarie da parte degli intermediari abbiano evidenziato carenze nella vigilanza che giustificano l'introduzione di questo nuovo sistema. In assenza di una conclamata *market failure* nell'azione di vigilanza, il sistema proposto ci sembra pertanto destinato a generare costi non necessari per gli intermediari i quali già oggi, a fatica, riescono ancora a produrre ricerca sugli emittenti italiani, nonostante la sempre maggiore competizione internazionale e alcune prassi di vigilanza che, come già abbiamo avuto modo di discutere insieme, rendono sempre più difficile continuare a svolgere ricerca sugli emittenti non inclusi negli indici di mercato.

Chiarita la contrarietà di Assosim all'introduzione del nuovo sistema di trasmissione alla Consob delle raccomandazioni di investimento, si presentano di seguito alcuni commenti in merito allo stesso:

- sarebbe opportuno, se non doveroso, prevedere espressamente che siano caricate nel sistema esclusivamente le raccomandazioni relative a strumenti sui quali vi sia una modifica del *target price* o della raccomandazione stessa, ferma restando la possibilità, a discrezione dell'intermediario, di trasmettere ogni nuova raccomandazione diffusa, a maggior ragione ove si tratti di ricerche non monografiche per le quali l'identificazione e conseguente comunicazione delle sole raccomandazioni modificate potrebbe comportare un inutile aggravio dei costi di compliance; è necessario in ogni caso escludere dall'ambito di applicazione del nuovo sistema le *credit research* e la *technical analysis* (che includono raccomandazioni di natura operativa e *intraday* inviate più volte al giorno), la ricerca macro, *fixed income* e simili, per le quali gli intermediari potranno continuare a utilizzare il canale tradizionale;
- da un punto di vista più strettamente tecnico, si avanzano le seguenti richieste:
  - mantenere in memoria, per ciascun emittente e strumento finanziario (e/o ciascuna raccomandazione), i dati relativi all'analista che ha elaborato l'ultima raccomandazione caricata, così da consentire all'intermediario di evitare di digitare nuovamente il dato, salvo che l'analista stesso sia cambiato;
  - immettere il solo nome del *lead analyst* che ha coordinato la raccomandazione, anziché di tutti gli analisti che vi hanno contribuito;
  - precompilazione automatica da parte del Sistema di data e ora dell'invio;
  - prevedere un campo per evidenziare la natura monografica/non-monografica della ricerca;
  - *rating key*: necessità di prevedere, altresì, la possibilità di valorizzare il campo con le dizioni "no rating" e "rating suspended", nonché giudizi quali "positivo", "moderatamente positivo", "negativo" etc., tipici delle ricerche *equity* rivolte alla clientela *retail*;
  - consentire agli intermediari di tracciare e monitorare gli accessi dal loro interno, al fine di contenere i rischi operativi.

### **Analisi costi/benefici**

Si ritiene che i costi, seppur (ipoteticamente) bassi, restino comunque sostenuti inutilmente, in quanto, in ultima istanza, non giustificati da benefici riscontrabili in concreto. Come anticipato sopra, infatti, in assenza di *market failure* nell'azione di vigilanza, il sistema proposto risulta destinato a generare oneri che, anche se contenuti, appaiono del tutto non necessari. In aggiunta, si evidenzia che il documento di consultazione sembra considerare i soli costi organizzativi di caricamento dei dati, tralasciando invece gli oneri di implementazione informatica *una tantum* così come quelli

organizzativi di monitoraggio della correttezza e completezza dei dati trasmessi, che restano pertanto al momento non quantificati.

In luogo della modalità proposta, la Consob dovrebbe a nostro giudizio valutare la possibilità di accedere alle informazioni ad essa necessarie attingendole direttamente dai siti internet eventualmente predisposti dagli intermediari per diffondere la ricerca alla clientela.

Si evidenzia, infine, che un fondato riscontro dei costi effettivamente derivanti dal nuovo sistema potrebbe essere effettuato soltanto previo rilascio – come si auspica – di una versione demo del medesimo, in modo da poter verificare i concreti automatismi e investimenti (anche in ore uomo) dallo stesso richiesti.

\*\*\*

Si resta a disposizione per eventuali chiarimenti e si coglie l'occasione per porgere i migliori saluti.

Il Segretario Generale  
Gianluigi Gugliotta

