Associazione Italiana
degli Analisti Finanziari

Milano, 12 Ottobre 2007

Spettabile
Consob
Divisione Intermediari
Via Broletto, 7
20121 Milano

Anticipata via email: ***consob@consob.it***

Oggetto: **Disciplina di attuazione dell'articolo 6, comma 2-bis, del Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 – Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria (TUF)"**

in relazione alla consultazione pubblica sulla bozza di Regolamento congiunto (BANCA D'ITALIA – CONSOB), ci pregiamo sottoporVi alcuni commenti e considerazioni in merito al documento in oggetto.

Cogliamo l'occasione per porgere i migliori saluti.

Il Presidente
Gregorio De Felice

Allegati 1

via dante, 9 / 20123 milano tel. +390272023500 r.a.
fax +390272023652 – http://www.aiaf.it
e_mail info@aiaf.it
costituita nel 1971 / associata effas - aciia
european federation of financial analysts societies
association of certified international investment analysts

Certified International Investment Analyst

Associazione Italiana degli Analisti Finanziari

Associazione Italiana degli Analisti Finanziari

Banca d'Italia – Consob

Disciplina di attuazione dell'articolo 6, comma 2 *bis,* del Decreto legislativo 24 febbraio 1998, n°58 - Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria (TUF)

Risposta alla consultazione

L'AIAF, Associazione Italiana degli Analisti Finanziari, costituita nel 1971, è la maggiore associazione professionale di categoria in Italia; annovera ad oggi oltre 1.100 aderenti, professionisti della valutazione e dell'analisi finanziaria operanti presso banche, intermediari e società quotate, nonché analisti indipendenti.

Scopo dell'Associazione è facilitare e sviluppare l'esercizio della professione di analista, curarne la qualificazione professionale e promuovere il riconoscimento della sua funzione; promuovere lo studio e la cultura dell'analisi finanziaria; contribuire allo sviluppo del mercato mobiliare, alla sua trasparenza ed efficienza, facendosi portavoce nelle sedi e nei modi più appropriati delle esigenze e dei pareri dei propri membri (articolo 2, comma 1 dello Statuto).

Attraverso la controllata AIAF Formazione e Cultura, AIAF svolge dal 1988 attività di formazione; circa 1.000 partecipanti hanno frequentato il corso istituzionale (giunto alla sua XXXVIII edizione) ed oltre 2.000 partecipanti hanno frequentato la formazione specialistica che, di anno in anno, viene incrementata con nuovi corsi. Dal 2000 rilascia il Diploma internazionale CIIA, riconosciuto in 28 paesi. Dal 2007 tutta l'offerta formativa è raccolta e presentata in un apposito Catalogo.

Presa visione dello Schema di Regolamento che disciplina le materie rimesse alla regolamentazione congiunta della Banca d'Italia e della CONSOB dall'articolo 6, comma 2 *bis*, del Testo Unico della Finanza (TUF), l'Associazione desidera sottoporre all'attenzione delle Autorità le osservazioni che seguono.

via dante, 9 / 20123 milano tel. +390272023500 r.a.
fax +390272023652 – http://www.aiaf.it
e_mail info@aiaf.it
costituita nel 1971 / associata effas - aciia
european federation of financial analysts societies
association of certified international investment analysts

Certified International Investment Analyst

1. La figura dell'analista finanziario

L'articolo 2 dello Schema di Regolamento oggetto della presente consultazione specifica al comma 1, lettera q), che deve intendersi come "analista finanziario" il *"...soggetto rilevante che produce la parte sostanziale di ricerche in materia di investimenti ..."*. La lettera p) del medesimo comma identifica le categorie entro cui ricadono i soggetti *cd.* rilevanti; l'articolo 27 riprende al comma 1 la definizione di "ricerca in materia di investimenti" di cui alla Direttiva 2006/73/CE (di seguito, MiFID L2).

AIAF esprime la propria soddisfazione per il riconoscimento formale assegnato nello Schema di Regolamento alla figura dell'analista finanziario, in linea con il disposto delle Direttive comunitarie: appare in tal modo colmata una lacuna della regolamentazione vigente, che l'Associazione aveva posto in evidenza in molteplici sedi ed occasioni.

Così come delineata nella normativa secondaria, la figura dell'analista finanziario assume una connotazione precisa, che la distingue rispetto alla ben più ampia platea dei *"... soggetti che producono o diffondono ricerche o valutazioni, con l'esclusione delle società di rating, riguardanti gli strumenti finanziari indicati all'articolo 180, comma 1, lettera a)* [del TUF, ndr.] *o gli emittenti di tali strumenti, nonché i soggetti che producono o diffondono altre informazioni che raccomandano o propongono strategie di investimento destinate ai canali di divulgazione o al pubblico, ...",* di cui all'articolo 114, comma 8, del TUF: l'analista è infatti colui che produce quella particolare forma di comunicazione al pubblico che il legislatore comunitario, e di riflesso il regolatore nazionale, hanno inteso qualificare come "ricerca in materia di investimenti".

2. La definizione di ricerca in materia di investimenti

La definizione di "ricerca in materia di investimenti" proposta dall'articolo 27, comma 1, dello Schema di Regolamento appare sostanzialmente in linea con il disposto della MiFID L2.

L'Associazione desidera tuttavia esprimere una perplessità circa la formulazione della lettera b) del citato comma 1, ove si specifica che devono intendersi per "ricerca in materia di investimenti" le ricerche o altre informazioni che raccomandano o suggeriscono strategie di investimento circa uno o più strumenti finanziari, purché tali ricerche o informazioni *"... non costituiscano prestazione del servizio di consulenza in materia di investimenti".*

Dalla lettura dell'articolo 24, comma 1, lettera b), della MiFID L2 parrebbe infatti di potersi desumere che anche una raccomandazione indirizzata dall'impresa d'investimento ad un singolo cliente possa essere classificata come "ricerca in materia di investimenti", purché essa non presenti i caratteri di personalizzazione propri della consulenza (articolo 52 della MiFID L2: *"Tale raccomandazione deve essere presentata come adatta per tale persona, o deve essere basata sulle*

caratteristiche di tale persona, e deve raccomandare la realizzazione di un'operazione appartenente ad una delle seguenti categorie …").

Nel caso in cui tale interpretazione fosse confermata, potrebbe essere opportuna una riformulazione dell'articolo 27, comma 1, lettera b) nei termini di seguito indicati, che si reputa più chiaramente aderente al disposto della Direttiva:

Articolo 27 (Definizioni)

…

b) anche se indirizzate dall'impresa di investimento ad un cliente, non costituiscano prestazione del servizio di consulenza in materia di investimenti.

3. Le regole aggiuntive per i conflitti di interessi

A partire da quanto disposto dalla MiFID L2 e in aggiunta ai requisiti generali di organizzazione di cui all'articolo 25, commi 3, 4 e 5, lo Schema di Regolamento introduce all'articolo 28 una serie di requisiti organizzativi supplementari, applicabili nel caso in cui un'impresa produca e diffonda ricerca in materia di investimenti.

Al proposito, AIAF desidera formulare due considerazioni.

3.a Divieto di realizzare operazioni personali

Il comma 2 dell'articolo 28, lettera a) dispone il divieto, per gli analisti finanziari e gli altri soggetti rilevanti, di realizzare operazioni personali o eseguire ordini relativi a strumenti finanziari oggetto della ricerca in materia di investimenti o ad essi correlati, *"… se hanno conoscenza dei tempi o del contenuto probabili della ricerca in questione e tali notizie non sono accessibili al pubblico o ai clienti e non possono essere facilmente dedotte dalle informazioni disponibili, fino a quando i destinatari della ricerca in materia di investimenti non abbiano avuto ragionevolmente la possibilità di agire sulla base di tale ricerca".*

L'Associazione suggerisce che la norma possa essere meglio precisata in modo da distinguere i casi di ricerche diffuse con periodicità predefinita (ad esempio, in occasione della pubblicazione dei risultati di periodo dell'emittente) o di pubblicazioni periodiche.

Nelle ipotesi citate è da ritenere infatti che la conoscenza dei tempi di diffusione della ricerca sia da far rientrare tra le notizie che *"… possono essere facilmente dedotte dalle informazioni disponibili …"*

e - come tale - sia insufficiente a motivare il divieto di cui al comma 2, lettera a).

3.b Diffusione della ricerca prodotta da terzi

L'articolo 28, comma 3, precisa che: *"Il comma 1 del presente articolo non si applica agli intermediari che divulgano al pubblico o ai propri clienti una ricerca in materia di investimenti prodotta da terzi a condizione che: ... d) gli intermediari verifichino che l'autore della ricerca sia sottoposto ad obblighi equivalenti a quelli previsti dal presente Regolamento in relazione alla produzione di tale ricerca o abbia adottato linee guida che includono tali obblighi".*

AIAF ritiene che meriti di essere considerato con attenzione il caso in cui l'intermediario distribuisca ricerca prodotta da soggetti terzi che non siano imprese di investimento (società e studi di consulenza, professionisti indipendenti etc.): pur essendo sottoposti agli obblighi previsti dalla disciplina in materia di abusi di mercato, tali soggetti non rientrano infatti strettamente nell'ambito di applicazione della Direttiva 2004/39/CE e successive disposizioni.

Il Considerando 37 della MiFID L2 si limita a raccomandare *" ... ai produttori di ricerche che non siano imprese di investimento di adottare politiche e procedure interne intese ad assicurare che anch'essi rispettino i principi previsti dalla presente Direttiva in materia di tutela dell'indipendenza e dell'obiettività di tali ricerche"*; i commenti a margine dell'articolo 28 dello Schema di Regolamento oggetto della presente consultazione confermano la rilevanza del citato Considerando, senza ulteriori precisazioni.

AIAF auspica sul punto un chiarimento da parte delle Autorità di vigilanza, a tutela sia del soggetto che produce la ricerca che dell'intermediario che ne cura la diffusione, con particolare riguardo alle modalità con cui possano ritenersi soddisfatte le richieste di cui al citato articolo 28, comma 3, lettera d (*i.e.* cosa deve intendersi per "linee guida"? che forma debbono assumere le "politiche e procedure interne" di cui al Considerando 37, affinché possano essere opportunamente verificate dall'intermediario che diffonde la ricerca? potrebbe essere considerata sufficiente una forma di autocertificazione da parte del produttore?).

4. La registrazione degli analisti come forma di tutela dell'investitore

AIAF desidera infine riproporre all'attenzione delle Autorità la questione della registrazione degli analisti finanziari.

In diverse occasioni l'Associazione ha ribadito il proprio convincimento che quella dell'analista finanziario sia una vera e propria attività professionale, caratterizzata da precisi contenuti tecnici e deontologici: è pertanto opportuno che essa sia riconosciuta come tale dal mercato finanziario.

AIAF prende atto che nella comunicazione al Parlamento europeo del dicembre 2006 (*La ricerca in materia di investimenti e l'analisi finanziaria,* COM 2006/789) la Commissione ha deciso *" .... per il momento di non proporre la registrazione obbligatoria degli analisti subordinata al possesso di qualificazioni. Il gruppo di discussione* [Forum Group, *"Financial Analysts: best practices in an integrated European financial market",* settembre 2003, *ndr.*] *si è diviso sulla necessità di sottoporre gli analisti a requisiti minimi obbligatori in materia di qualificazioni. Non esistono prove sufficienti che consentano di concludere che la mancanza di imparzialità degli analisti sia dovuta al mancato possesso di qualificazioni ...".*

L'Associazione ritiene tuttavia che la questione della registrazione non attenga esclusivamente all'ambito dei conflitti di interesse.

Negli intendimenti di AIAF, il meccanismo di registrazione avrebbe infatti lo scopo di attestare: a) la preparazione professionale dell'analista; b) il suo livello di esperienza e competenza (ad es. i diplomi CIIA o AIAF) ; c) l'osservanza di principi deontologici e codici di condotta (ad es. il Codice di Comportamento dei Soci AIAF).

Questi elementi consentirebbero di garantire un più elevato grado di tutela tanto agli investitori istituzionali che ai risparmiatori *retail* che, direttamente o indirettamente, fruiscono della ricerca per orientare le proprie decisioni di investimento.

Anche nel caso di analisti che non operino presso imprese di investimento, l'ottenimento della registrazione attesterebbe l'idoneità dell'analista - da intendere come preparazione, professionalità e rispetto di riconosciuti principi di deontologia professionale - all'elaborazione della ricerca.

Ancorché la presenza di meccanismi di registrazione degli analisti non rappresenti un tratto comune a tutti i *partner* europei, non mancano esempi significativi, con caratteristiche e finalità diversificate.

Nel Regno Unito, la Section 19 del Financial Services and Market Act prescrive che qualsiasi persona svolga un'attività regolata dalla FSA *(cd. regulated activity)* deve ottenere da quest'ultima una apposita autorizzazione, previo superamento di esami. L'elenco delle *regulated activities* comprende, tra le altre, le attività di *advisory*, *dealing in investments, managing investments*; l'analista finanziario è soggetto ad obblighi di registrazione nel caso – assai frequente – in cui abbini alla ricerca un'attività, ad esempio, di *advisory* alla clientela.

In Francia, il Regolamento Generale dell'AMF impone il conseguimento di una licenza professionale *(cd. carte professionnelle)* alle persone fisiche che esercitino attività di *trading* di strumenti finanziari, *clearing* di strumenti finanziari, *investment services compliance officer* e *investment analyst.* Il rilascio di tali licenze è affidato in linea generale al *provider* di servizi finanziari presso cui (o per conto del quale) la persona fisica lavora, previa attestazione da parte del relativo *investment service compliance officer* che il richiedente sia in possesso dei necessari requisiti di integrità e sia a conoscenza dei propri obblighi professionali. Del rilascio della licenza deve essere informata l'AMF entro un mese; all'Autorità deve inoltre essere data notizia di eventuali provvedimenti disciplinari assunti dell'intermediario autorizzato nei confronti dei dipendenti o collaboratori cui sia stata rilasciata una *carte professionnelle*. Compete all'Autorità la tenuta di un registro delle licenze professionali concesse dalle *issuing entities* autorizzate.

In Grecia, l'esercizio dell'attività di analista è subordinato al rilascio da parte del Capital Market Committee di un certificato, previo superamento di un esame.

In Irlanda, è fatto obbligo agli analisti di conseguire attraverso apposito esame la qualifica di *Registered Revresentative* (Reg Rep) presso l'Irish Stock Exchange; a partire dal 1 novembre 2007, tale obbligo si applicherà ai soli analisti che abbiano contatti con la clientela *retail*.

Merita infine di essere richiamato il caso degli Stati Uniti, ove la Financial Industry Regulatory Authority (FINRA) dispone un obbligo di registrazione presso la National Association of Securities Dealers (NASD) per chi svolga attività di *research analyst* alle dipendenze di uno dei suoi membri. La qualifica di analista è concessa a due condizioni: a) che il candidato ottenga la registrazione presso il NASD come *General Securities Representative,* in conformità con le disposizioni della Rule 1032; b) che superi il Qualification Exam for Research Analysts, gestito dalla stessa FINRA.

E' convinzione di AIAF che - se posta nei termini in precedenza auspicati - l'introduzione di un meccanismo di registrazione degli analisti possa sicuramente contribuire a migliorare il livello qualitativo della ricerca in materia di investimenti e ad accrescere il grado di tutela accordato all'investitore.

AIAF desidera pertanto cogliere l'occasione della presente consultazione per riaffermare la disponibilità a collaborare con la Consob in vista della realizzazione anche in Italia di un meccanismo di registrazione degli analisti finanziari.

Milano 12 Ottobre 2007