

CRITERI PER LA PUBBLICAZIONE DELLE RACCOMANDAZIONI DI INVESTIMENTO E CARATTERISTICHE DEL NUOVO SISTEMA DI TRASMISSIONE DELLE STESSE ALLA CONSOB

DOCUMENTO DI CONSULTAZIONE

17 giugno 2016

Le osservazioni al documento di consultazione dovranno pervenire **entro il 18 luglio 2016 on-line** per il tramite del **SIPE – Sistema Integrato Per l’Esterno**,

oppure al seguente indirizzo:

C O N S O B
Divisione Mercati
Via G. B. Martini, n. 3
00198 ROMA

I commenti pervenuti saranno resi pubblici al termine della consultazione, salvo espressa richiesta di non divulgarli. Il generico avvertimento di confidenzialità del contenuto della e-mail, in calce alla stessa, non sarà considerato una richiesta di non divulgare i commenti inviati

1. Scopo della consultazione ed esiti preliminari del Tavolo avviato con Associazioni di categoria ed intermediari abilitati

Il presente documento ha lo scopo di illustrare i contenuti di una Comunicazione Consob avente ad oggetto due aspetti connessi alla vigilanza sulle raccomandazioni di investimento (di seguito anche “ricerche” o “studi”): (i) individuare alcuni criteri interpretativi che orientino l’attività di vigilanza finalizzata alla pubblicazione delle raccomandazioni di investimento, sulla base di quanto previsto dall’art. 69-novies, comma 2, del Regolamento Consob n. 11971/99 (“Regolamento Emittenti”), ii) definire e descrivere le nuove modalità di trasmissione alla Consob e di gestione delle informazioni

relative alle raccomandazioni in questione, ai sensi dell'art. 69-*novies*, comma 1, del medesimo Regolamento¹.

Con riguardo al primo aspetto, l'esigenza di una più precisa definizione dei criteri per la richiesta di pubblicazione delle ricerche deriva dall'obiettivo di garantire un soddisfacente contemperamento tra le finalità di ripristino della parità e della correttezza informativa in caso di diffusione di *rumor* e/o notizie aventi ad oggetto una raccomandazione di investimento e la salvaguardia del valore economico della raccomandazione stessa che, secondo quanto rappresentato dalle Associazioni di categoria e dagli intermediari abilitati, potrebbe essere compromesso in caso di sua pubblicazione.

La definizione delle nuove modalità di trasmissione delle raccomandazioni di investimento da parte dei soggetti abilitati risponde, invece, all'esigenza di rendere maggiormente efficiente la gestione delle informazioni relative alle raccomandazioni, anche mediante l'integrazione di queste con quelle contenute in altre banche dati di vigilanza della Consob, con conseguenti ripercussioni positive sull'efficacia dell'attività di vigilanza.

Tali proposte sono state elaborate tenendo conto delle osservazioni formulate dalle Associazioni di categoria (Assosim, ABI e AIBE) e dagli intermediari abilitati in una serie di incontri, tenutisi nel corso del 2015, dai quali è emerso quanto segue:

- l'esigenza di tener conto anche dell'impatto negativo delle richieste di pubblicazione delle raccomandazioni da parte della Consob sul "valore economico" delle stesse, manifestando altresì perplessità in merito all'utilità delle attuali modalità di pubblicazione delle ricerche;
- l'ipotesi che possa essere richiesta dalla Consob, qualora ne ravvisi la necessità, la pubblicazione di una sintesi della raccomandazione piuttosto che il documento integrale, al fine di salvaguardarne maggiormente il valore economico. In ordine a tale eventualità sono state peraltro evidenziate varie controindicazioni da parte degli stessi intermediari;
- l'onerosità di un nuovo sistema di trasmissione delle raccomandazioni di investimento diverso da quello attuale, basato sull'inoltro delle stesse alla Consob tramite messaggi di posta elettronica, paventando il rischio che i costi connessi ad un maggior onere per l'intermediario connesso all'inserimento e alla trasmissione delle informazioni richieste tramite un nuovo sistema possano eccedere i benefici attesi per il mercato.

Inoltre, sono stati anche presentati alle Associazioni di categoria ed ai rappresentanti degli intermediari abilitati gli esiti degli approfondimenti svolti dalla Consob sulla legittimità dell'attuale regime di pubblicità delle raccomandazioni di investimento (art. 114, comma 9, lett. b), TUF e art.

¹ L'art. 69-*novies*, commi 1 e 2 del Regolamento Emittenti, prevede che:

1. Gli emittenti strumenti finanziari, i soggetti abilitati nonché i soggetti in rapporto di controllo con essi, che diffondono raccomandazioni in forma scritta, ne trasmettono copia alla Consob contestualmente all'inizio della loro distribuzione.

2. Qualora si verificano congiuntamente le seguenti condizioni: a) presenza di notizie sui contenuti di una raccomandazione attribuiti a uno dei soggetti indicati al comma 1; b) sensibile variazione del prezzo di mercato degli strumenti finanziari oggetto della raccomandazione rispetto all'ultimo prezzo del giorno precedente e/o sensibile variazione del volume degli scambi di detti strumenti rispetto a quello del giorno precedente; c) sia già stata diffusa la raccomandazione indicata alla lettera a), i soggetti previsti dal comma 1, su richiesta della Consob, provvedono immediatamente alla pubblicazione della raccomandazione.

69-novies Regolamento Emittenti) e di invio alla Consob delle stesse, nonché sull'”enforcement ability” delle predette norme.

* * *

Il presente Documento è oggetto di una consultazione pubblica della durata di 30 giorni, dal 17 giugno 2016 al 18 luglio 2016. Ad esito della consultazione, sarà predisposta una Comunicazione che, sulla base degli elementi indicati nel presente Documento e dei commenti ricevuti nell'ambito della consultazione, riassunti in un *Feedback Statement*, sarà sottoposta all'approvazione della Commissione.

2. Pubblicazione delle raccomandazioni di investimento su richiesta della Consob e relativi criteri

2.1 Obiettivi della vigilanza

L'attività di vigilanza della Consob finalizzata alla richiesta di pubblicazione delle raccomandazioni di investimento è disciplinata dall'art. 69-novies, comma 2, del Regolamento Emittenti, che prevede che il soggetto che ha distribuito la raccomandazione, su richiesta della Consob, debba provvedere immediatamente alla pubblicazione della stessa (attualmente sul sito di Borsa Italiana), nel caso in cui si verificano congiuntamente alcune condizioni, ovvero, a) vi sia la presenza di notizie sui contenuti di una raccomandazione, b) si verifichi una sensibile variazione del prezzo di mercato degli strumenti finanziari oggetto della raccomandazione rispetto all'ultimo prezzo del giorno precedente e/o sensibile variazione del volume degli scambi di detti strumenti rispetto a quello del giorno precedente, c) la raccomandazione sia stata già diffusa.

La richiesta di pubblicazione, quindi, deve essere adempiuta senza indugio costituendo, pertanto, il disposto dell'art.69-novies, comma 2, l'equivalente per le raccomandazioni di investimento della normativa disciplinante le richieste della Consob di pubblicazione di informazioni (art. 114, comma 5 del TUF) agli emittenti quotati.

La vigilanza della Consob finalizzata alla richiesta di pubblicazione delle raccomandazioni di investimento al verificarsi delle condizioni sopra descritte ha pertanto l'obiettivo di tutelare gli investitori e l'integrità del mercato ripristinando la parità e la correttezza informativa in merito ai contenuti della raccomandazione, nonché, di conseguenza, di rimuovere possibili elementi distorsivi sui prezzi e/o volumi dei titoli oggetto delle stesse.

La presenza di notizie sui contenuti delle raccomandazioni di investimento, infatti, potrebbe generare asimmetria informativa tra gli investitori, ovvero tra coloro che sono in possesso della raccomandazione e coloro che ne conoscono solo la parte riportata dalle notizie. Tali soggetti, infatti, potrebbero basare le proprie scelte di investimento su informazioni parziali e potenzialmente non corrette o fuorvianti, come avverrebbe nel caso in cui i contenuti dello studio fossero riportati in modo non fedele dalle citate indiscrezioni o notizie, o comunque nel caso in cui la sola presenza di un'informazione parziale possa ingenerare una non corretta o addirittura fuorviante comprensione dei contenuti delle raccomandazioni. Tali situazioni potrebbero, quindi, alterare il corretto andamento delle quotazioni dei titoli oggetto di dette raccomandazioni.

L'intervento ai fini della pubblicazione, quindi, è motivato dalla presenza di varie indiscrezioni e/o notizie riguardanti il contenuto delle ricerche, accompagnate da un anomalo andamento dei prezzi e/o dei volumi dei titoli oggetto delle stesse.

Attualmente, in caso di richiesta di pubblicazione da parte della Consob, tale pubblicazione avviene sul sito di Borsa Italiana, mediante l'inserimento della ricerca all'interno della scheda della società, cui la stessa si riferisce. La notizia dell'avvenuta pubblicazione è successivamente diffusa con un Avviso di Borsa.

2.2 Soluzione proposta

Come detto sopra (cfr. par. 2.1), la soluzione proposta, in termini di una più precisa definizione dei criteri per la richiesta di pubblicazione delle raccomandazioni di investimento, deriva dall'obiettivo di garantire che il beneficio derivante dal ripristino della parità e della correttezza informativa in caso di diffusione di *rumor* e/o notizie aventi ad oggetto una raccomandazione di investimento sia più che proporzionale rispetto al sacrificio dell'interesse economico alla riservatezza dei contenuti della raccomandazione stessa.

Pertanto, tramite la definizione di tali criteri, si intende focalizzare l'attività di vigilanza volta alla richiesta di pubblicazione delle raccomandazioni sui casi rilevanti, ovvero su quei casi in cui la diffusione di notizie relative al contenuto della raccomandazione abbia un significativo impatto sui prezzi e/o sui volumi dei titoli coinvolti.

Detti criteri sono stati individuati per le condizioni previste dal menzionato art. 69-*novies*, comma 2, lett. a), subordinatamente al verificarsi anche delle condizioni indicate ai punti b) e c) di tale articolo, ovvero che si verifichi una "sensibile variazione" del prezzo di mercato e/o dei volumi degli strumenti finanziari oggetto della raccomandazione, che la raccomandazione di investimento sia già stata diffusa alla clientela, e che tutte e tre le condizioni previste in detto articolo si verifichino congiuntamente.

La sussistenza della condizione di cui al punto a) dell'art. 69-*novies*, co. 2 del RE: «*presenza di notizie sui contenuti di una raccomandazione attribuiti a uno dei soggetti indicati al comma 1*» (emittenti, soggetti abilitati e soggetti in rapporto di controllo con essi) è valutata, in sede di vigilanza, sulla base dei seguenti criteri, da verificarsi congiuntamente:

(i) la notizia sui contenuti della raccomandazione di investimento è l'unica informazione rilevante sull'emittente diffusa nella giornata, (ii) essa contiene informazioni sufficientemente specifiche - ossia parte dei contenuti della ricerca e non solo elementi quali *target price* e consiglio operativo² - ovvero vi sono agenzie, notizie, etc. che ricollegano l'anomalo andamento del titolo alla diffusione della raccomandazione.

Inoltre, nel corso degli incontri con le Associazioni di categoria e con gli intermediari abilitati, è stata discussa la possibilità di considerare che, in caso di richiesta della Consob, possa essere pubblicata una sintesi della raccomandazione d'investimento piuttosto che il documento integrale; ciò consentirebbe, tra l'altro, secondo l'industria, di salvaguardare maggiormente il valore economico della stessa.

² Quotidianamente alcuni siti specializzati riportano i *target price* e i giudizi operativi delle raccomandazioni di investimento diffuse nell'arco della giornata. Al riguardo, un'interpretazione stringente dell'articolo 69-*novies*, comma 2 del RE, consentirebbe alla Consob, in presenza solo di tali informazioni sulle raccomandazioni e di un contestuale anomalo andamento del prezzo o dei volumi dei titoli oggetto delle stesse, di richiederne la pubblicazione.

Al riguardo, ad esito delle discussioni svolte e della valutazione dei vari elementi a favore e contro detta soluzione, quest'ultima è stata ritenuta non idonea ai fini dell'attività di vigilanza della Consob, in quanto la redazione *ad hoc* di una sintesi ai fini della pubblicazione rappresenterebbe un onere aggiuntivo per i soggetti abilitati (onere reso potenzialmente più gravoso in caso di temporanea assenza dell'analista autore della raccomandazione oggetto di richiesta di pubblicazione) e implicherebbe la predisposizione di un ulteriore documento che costituirebbe anch'esso una raccomandazione d'investimento. Inoltre, occorre anche considerare che la Consob, in alcune occasioni, ha richiesto la pubblicazione del solo *executive summary* della ricerca, nei casi in cui le informazioni in esso contenute sono state ritenute sufficienti al raggiungimento degli obiettivi di vigilanza.

Anche le modalità di pubblicazione delle ricerche sul sito di Borsa Italiana sono state oggetto di discussione e di valutazione.

In particolare, è stato evidenziato che: (i) in genere la pubblicazione della raccomandazione avviene varie ore dopo o talvolta il giorno successivo alla diffusione delle notizie ad essa relative, a causa delle analisi e degli adempimenti tecnici necessari alla pubblicazione stessa; (ii) la comunicazione dell'avvenuta pubblicazione, prevista solo tramite diffusione di un avviso di Borsa – oltre che mediante l'inserimento della ricerca all'interno della scheda della società, sul sito di Borsa Italiana, cui la ricerca si riferisce – non ha un risalto tale da pervenire agli investitori, soprattutto *retail*, con un adeguato grado di pubblicità.

Al riguardo, il primo aspetto appare difficilmente superabile, in quanto la richiesta di pubblicazione presuppone una serie di analisi preventive relative al contenuto degli studi, all'ulteriore contesto informativo, all'andamento del titolo e del mercato/settore di riferimento, che richiedono determinati tempi per il loro svolgimento, oltre al fatto che talvolta può risultare opportuno attendere la chiusura del mercato per valutare l'andamento del titolo. Inoltre, a ciò si aggiungono i "tempi tecnici" per la pubblicazione sul sito di Borsa Italiana.

Con riferimento al secondo aspetto, si ritiene che si possano prevedere ulteriori modalità di comunicazione, in aggiunta a quelle attualmente previste, al fine di aumentare la trasparenza per il mercato rispetto all'azione di vigilanza della Consob e alla pubblicazione della raccomandazione d'investimento. In particolare:

Allo scopo di accrescere la pubblicità dell'intervento della Consob finalizzato alla pubblicazione di una raccomandazione e di migliorare l'efficacia dell'azione di vigilanza mediante il ripristino della simmetria informativa, si prevede la pubblicità della notizia della pubblicazione della ricerca, a seguito della richiesta ai sensi dell'art. 69-novies, comma 2 del RE, anche sul sito della Consob.

Domande:

- 1) Si ritiene che l'attività di vigilanza della Consob focalizzata sulla pubblicazione delle raccomandazioni di investimento nei casi di maggior rilievo, come sopra descritta, realizzi un efficace contemperamento tra gli obiettivi di vigilanza e la salvaguardia del valore economico delle raccomandazioni?
- 2) Vi sono ulteriori criteri o aspetti, in relazione ai quali può essere posta in essere la richiesta di pubblicazione di una raccomandazione, che possono essere utili ai fini del raggiungimento dei predetti obiettivi?

- 3) Si ritiene che la pubblicità della richiesta di pubblicazione di una raccomandazione di investimento sul sito della Consob possa contribuire ad accrescere la trasparenza per gli investitori e per il mercato?
- 4) Si ritiene possano essere previste ulteriori o diverse modalità di pubblicazione? Se ne può fornire il dettaglio?
- 5) Si concorda sulla non opportunità di prevedere la pubblicazione di una specifica sintesi della ricerca, redatta *ad hoc*, in alternativa alla pubblicazione dell'intera ricerca (o dell'*Executive summary*)? Nel caso di opinione contraria, se ne possono fornire le motivazioni?

2.3 *Analisi costi/benefici*

Di seguito, anche a seguito della specifica richiesta dell'industria, viene svolta l'analisi dei costi e dei benefici associati alle soluzioni proposte nel par. 2.2, in merito alle richieste di pubblicazione delle raccomandazioni di investimento.

2.3.1 Analisi dei costi

Ai fini della valutazione dei costi, sostenuti essenzialmente dall'industria, connessi all'adempimento delle richieste di pubblicazione delle raccomandazioni di investimento da parte della Consob, si è tenuto conto, in primo luogo, del numero delle richieste di pubblicazione rispetto al numero di raccomandazioni trasmesse alla Consob nel periodo 1 gennaio 2014 – 31 dicembre 2015.

Si evidenzia, in merito, che l'introduzione dei criteri interpretativi sopra descritti dovrebbe rendere l'attività di vigilanza della Consob, finalizzata alla richiesta di pubblicazione delle raccomandazioni di investimento, focalizzata sui casi più rilevanti, con una conseguente possibile riduzione di dette richieste; pertanto i valori di seguito riportati, pur potenzialmente sovrastimati, costituiscono la *baseline* dell'analisi in oggetto.

Sulla base dei dati in possesso degli Uffici, la pubblicazione di raccomandazioni su richiesta della Consob ha riguardato, nel 2014, 29 raccomandazioni, pari a circa lo 0,13% del totale delle ricerche trasmesse (ovvero 21.377) e 14 raccomandazioni nel 2015, pari allo 0,08% delle ricerche trasmesse (ovvero 18.270). Con riferimento alle sole raccomandazioni monografiche, le richieste di pubblicazione hanno riguardato 23 delle stesse nel 2014, pari a circa lo 0,9% del totale delle raccomandazioni monografiche ricevute (ovvero 2.662) e 9 nel 2015, pari a circa lo 0,3% delle ricerche monografiche trasmesse (ovvero 2.978).

L'esiguità dei valori evidenziati, sia con riferimento alle richieste di pubblicazione complessive sul totale delle raccomandazioni pervenute alla Consob, sia con riferimento alle richieste che hanno riguardato solo le ricerche monografiche sul totale delle raccomandazioni monografiche trasmesse, pertanto, sembra indicare che i relativi costi per l'industria non siano molto significativi.

Ai fini dell'analisi in oggetto, inoltre, si è tenuto conto di quanto rappresentato dall'industria con riferimento alla perdita di valore economico delle raccomandazioni di investimento, generata da un'ampia attività di vigilanza della Consob finalizzata alla pubblicazione delle stesse.

Al riguardo, si rappresenta, preliminarmente, che il valore economico della raccomandazione di investimento è risultato di difficile quantificazione in quanto, nella maggior parte dei casi, la diffusione delle raccomandazioni rappresenta un servizio accessorio fornito dagli intermediari ai propri clienti, collegato a servizi di investimento specifici e implicitamente remunerato in termini di *basis point*.

In tale contesto, la perdita di valore economico delle raccomandazioni risulta limitata anche in considerazione del fatto che, nella maggior parte dei casi, le richieste di pubblicazione da parte della Consob sono state effettuate tenendo conto della presenza di notizie che riportavano gran parte del contenuto delle raccomandazioni.

Tale conclusione risulta rafforzata anche dalla circostanza che la richiesta di pubblicazione, avvenendo solitamente a seguito dell'analisi dei contenuti della raccomandazione, del correlato contesto informativo e dell'andamento del titolo oggetto dello stesso, viene generalmente inoltrata nel corso del pomeriggio della giornata borsistica in cui la ricerca è stata diffusa. Detta circostanza, unita ai tempi tecnici necessari agli intermediari per adempiere alla richiesta, comporta che normalmente la raccomandazione sia pubblicata sul sito di Borsa Italiana al termine delle contrattazioni.

Nell'ambito della citata analisi dei costi, inoltre, è stato valutato il costo sostenuto dall'industria, in termini di ore/lavoro, per l'adempimento delle attività necessarie alla pubblicazione della raccomandazione. Tale costo è stato ritenuto marginale e non significativo – soprattutto a seguito dell'eliminazione dell'ipotesi di pubblicazione di una sintesi (cfr. infra) – in considerazione della breve tempistica richiesta dalle modalità di svolgimento di tale attività.

Sulla base delle suddette valutazioni, quindi, gli oneri a carico dell'industria connessi all'adempimento delle richieste di pubblicazione delle raccomandazioni di investimento appaiono nel complesso piuttosto limitati.

Domande:

- 1) Si ritiene che le valutazioni svolte dalla Consob al fine di individuare i costi per l'industria, conseguenti alla richiesta di pubblicazione delle raccomandazioni abbiano tenuto conto di tutti gli elementi necessari?
- 2) Si reputa che vi siano altri costi sostenuti dall'industria, connessi alla richiesta di pubblicazione della raccomandazione, non considerati dall'analisi sopra esposta?
- 3) E' possibile fornire una stima quantitativa dei costi considerati nell'analisi – qualora differente da quella descritta – e/o di eventuali altri costi aggiuntivi che si ritiene sussistano? In caso positivo, si prega di fornire i dettagli.

2.3.2 Analisi dei benefici

I benefici derivanti dall'attività di vigilanza della Consob, finalizzata alla pubblicazione delle raccomandazioni di investimento, sono individuabili solo in termini qualitativi e sono legati agli effetti generati sul mercato finanziario dall'adozione di misure di vigilanza finalizzate a garantirne l'integrità. Peraltro, l'identificazione, quale uno degli indicatori dei benefici, del numero di pubblicazioni richieste sottostimerebbe strutturalmente il contributo che l'esistenza della norma è in grado di determinare sul mercato, poiché la stessa costituisce un incentivo a mantenere riservate le

raccomandazioni e a non favorirne la diffusione parziale o imprecisa, che ne potrebbe determinare la pubblicazione.

L'integrità del mercato, infatti, costituisce una condizione necessaria ai fini del mantenimento della fiducia degli investitori.

Al riguardo, l'esistenza di una disparità informativa tra questi ultimi può produrre effetti rilevanti, ingenerare sfiducia negli stessi con l'effetto di disincentivarli dal fare affluire al mercato nuovi capitali e, in alcuni casi, indurli ad uscire dal mercato, con un conseguente impatto sulle possibilità di finanziamento degli emittenti tradizionali.

Infatti, nel caso di presenza sul mercato di notizie relative a una raccomandazione d'investimento, che spesso ne riportano anche parte del contenuto, può ingenerarsi una situazione di asimmetria informativa tra alcuni operatori, che sono in possesso di informazioni complete e corrette sulle quali basare le proprie scelte di investimento (nel caso in esame costituite dal contenuto dello studio), e altri operatori che ne hanno una conoscenza parziale (rappresentata dalle notizie sulla raccomandazione diffuse dai mezzi d'informazione). Tale asimmetria informativa può inoltre tradursi in una situazione di scarsa correttezza informativa (e, in casi estremi, addirittura di informazione fuorviante), nel caso in cui le notizie diffuse dai mezzi d'informazione in merito allo studio non descrivano correttamente il contenuto dello stesso.

La richiesta di pubblicazione delle raccomandazioni di investimento in presenza di notizie sui contenuti della stessa, accompagnate da un anomalo andamento dei relativi titoli, è pertanto finalizzata a ripristinare una situazione di simmetria informativa sul mercato finanziario e, come detto, spesso anche di correttezza, in presenza di potenziali effetti distorsivi sulle eventuali decisioni di investimento e disinvestimento.

Domande:

- 1) Sono stati individuati tutti i benefici per il mercato connessi all'attività di vigilanza della Consob finalizzata alla pubblicazione delle raccomandazioni di investimento?
- 2) Nel caso in cui si reputi che sussistano ulteriori benefici, se ne può fornire una descrizione?
- 3) Si ritiene che i costi sostenuti dall'industria sopra descritti siano sufficientemente compensati dai benefici per il mercato? In caso negativo, se ne possono illustrare le motivazioni?

3. Il nuovo sistema di trasmissione delle raccomandazioni di investimento alla Consob

Nel corso dei citati incontri, avvenuti con le Associazioni di categoria e con gli intermediari abilitati, la Divisione Mercati della Consob ha rappresentato di prevedere l'introduzione di un nuovo sistema di trasmissione delle raccomandazioni di investimento alla Consob – e di gestione delle relative informazioni – di cui sono state illustrate preliminarmente le caratteristiche principali, al fine di ricevere e valutare i primi commenti da parte dell'industria.

3.1 *Obiettivi della vigilanza*

L'art. 69-*novies*, comma 1, del RE, prevede che i soggetti abilitati italiani ed esteri con succursale in Italia che diffondono raccomandazioni in forma scritta concernenti strategie di investimento ne trasmettano copia alla Consob, contestualmente all'inizio della loro distribuzione

Tale norma ha la finalità di consentire alla Consob di disporre di informazioni fondamentali per lo svolgimento della propria attività di vigilanza relativa alle raccomandazioni di investimento, con riferimento ai diversi obiettivi della stessa: (i) verificare il rispetto degli obblighi di correttezza per la presentazione delle informazioni in esse contenute e di trasparenza sugli interessi e sui conflitti di interessi relativi ai soggetti che ne curano la produzione e la diffusione; (ii) svolgere l'attività di vigilanza *on-going* mirata alla richiesta di pubblicazione delle stesse; (iii) individuare casi di abuso di mercato connessi alla diffusione delle raccomandazioni.

Tuttavia, l'attuale sistema di trasmissione presenta delle problematiche piuttosto rilevanti in termini di possibilità di errore nel successivo inserimento nel *database* dei dati trasmessi, inefficienti potenzialità di elaborazione dei dati, difficoltosa integrabilità del *database* con gli altri *database* di vigilanza della Consob, scarsa efficienza nella produzione di una "ricevuta" relativa alla trasmissione delle raccomandazioni alla Consob.

Dall'analisi delle trasmissioni effettuate dai soggetti abilitati, nel corso del 2015, è emerso che la Consob riceve giornalmente circa 72 raccomandazioni di investimento (monografiche e non monografiche) relative ad emittenti quotati italiani.

Il nuovo sistema di trasmissione, meglio descritto nel paragrafo che segue (cfr. par. 3.2), prevede che le principali informazioni relative ad una raccomandazione siano inoltrate alla Consob, dal soggetto abilitato, contestualmente alla diffusione alla clientela o entro un determinato arco temporale, mediante un'interfaccia *web*. Tale invio potrà avvenire sia manualmente mediante la compilazione di un apposito *form*, a cui sarà allegato il testo della raccomandazione, sia in modo automatizzato, così da ridurre il rischio di errore nell'inserimento dei dati.

I dati così trasmessi consentiranno di alimentare in tempo reale il *database*, che peraltro dovrebbe arricchirsi di alcune informazioni e risultare più fruibile, in termini di vigilanza, rispetto all'attuale, in quanto consentirà alla Consob di disporre, con maggiore tempestività, di informazioni di sintesi sulle raccomandazioni, di effettuare elaborazioni sulle informazioni trasmesse, di integrare i dati contenuti nel *database* con quelli presenti in altri *database* di vigilanza dell'Istituto.

L'introduzione del nuovo sistema di trasmissione delle raccomandazioni ha, pertanto, l'obiettivo di migliorare l'efficacia e l'efficienza dell'attività di vigilanza della Consob, finalizzata alla tutela degli investitori e dell'integrità del mercato.

3.2 *Soluzione proposta*

Di seguito si provvede a rappresentare le caratteristiche principali del nuovo sistema di trasmissione alla Consob delle raccomandazioni di investimento.

Tale sistema riguarderà, come avviene per le attuali modalità di invio, sia le ricerche monografiche che quelle non monografiche, riguardanti gli emittenti e gli strumenti finanziari, di cui all'art. 180, comma 1, lettera a) del TUF.

Inoltre, dovranno essere inviate alla Consob, 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.

In linea con analoghi strumenti sviluppati dall'Istituto per l'acquisizione di dati di vigilanza in altre aree di competenza, il nuovo sistema di trasmissione delle raccomandazioni di investimento alla Consob prevede la messa a disposizione dei soggetti abilitati di una specifica interfaccia *web*, accessibile tramite qualsiasi *browser*, che consenta a questi ultimi di inviare in modo elettronico una serie di informazioni relative alle proprie ricerche, tramite la compilazione di un apposito *form*, al quale le raccomandazioni in questione verrebbero allegate, ovvero tramite l'invio di un apposito *file* che già include le suddette informazioni.

In tale *form*, o in tale *file*, dovrà essere inserito un numero limitato di informazioni, quali:

- l'emittente a cui la raccomandazione è riferita;
- la data e l'ora di produzione della stessa;
- la data e l'ora di prima diffusione;
- il *target price*;
- il giudizio operativo espresso;
- il nome dell'analista autore della raccomandazione.

Inoltre, come detto, oltre alla compilazione di tale *form* dovrà essere allegato il testo integrale della raccomandazione, in formato "pdf".

L'utente dovrà connettersi al *server* della Consob, predisposto all'uso, digitando un determinato indirizzo *web* (c.d. "URL") e accreditandosi mediante l'inserimento di apposite "credenziali" univoche di accesso al sistema (c.d. *username* e *password*), rilasciate dalla stessa Consob ai soggetti abilitati per l'autenticazione e l'abilitazione all'utilizzo del sistema.

Tutte le raccomandazioni inviate saranno attribuite all'intermediario abilitato, a cui tali credenziali verranno rilasciate³.

Una volta connesso al sistema, come detto, l'utente avrà la possibilità di trasmettere le raccomandazioni di investimento secondo due differenti modalità:

- la trasmissione delle informazioni richieste mediante la compilazione manuale di alcuni campi del predetto *form*, a cui verrebbe allegata la raccomandazione vera e propria in formato pdf. Nel caso di una raccomandazione non monografica riferita a più strumenti finanziari, il file di quest'ultima verrebbe allegato una sola volta;
- la trasmissione in modo automatizzato delle predette informazioni mediante il caricamento (*upload*) sui *server* della Consob di un apposito file in formato "zip", contenente, oltre ai file "pdf" relativi alle raccomandazioni, un ulteriore file, in formato "xml", in cui siano riportate le informazioni che sarebbero state inserite nel *form*. Questa seconda opzione presuppone che l'intermediario abbia già i dati da fornire organizzati nei propri *database*, nello stesso formato o in un formato compatibile con quello di invio.

³ Il sistema consentirà altresì la connessione multipla di utenti che utilizzino le medesime credenziali.

Ad ogni trasmissione effettuata, il sistema produrrà una “ricevuta” (un documento in formato pdf), in cui saranno riportate sinteticamente le informazioni trasmesse, la data e il numero di protocollo associato ad ogni invio.

Il nuovo sistema – oltre a consentire alla Consob elaborazioni sulle informazioni inserite – è stato concepito anche come interfaccia ad uso dei soggetti abilitati, che consentirà agli stessi, in base all’inserimento di alcuni parametri, di effettuare ricerche sulle raccomandazioni da essi prodotte per estrapolarne dati ed informazioni.

Per quanto concerne, infine, la frequenza e la tempistica di trasmissione delle raccomandazioni di investimento, sono previste due possibili opzioni:

- a) l’invio delle raccomandazioni di investimento contestualmente alla diffusione delle stesse alla clientela, fatti salvi i tempi tecnici di trasmissione tramite il nuovo sistema;
- b) al fine di tener conto delle esigenze organizzative dei soggetti abilitati – ed in particolare dell’esigenza di non poter dedicare una risorsa “a tempo pieno” all’invio delle raccomandazioni alla Consob – l’invio all’interno di due intervalli temporali nell’arco di ogni giornata, ovvero:
 - un primo invio, riguardante le raccomandazioni diffuse alla clientela fino alle ore 09:00, dovrebbe essere effettuato entro le ore 11:00;
 - un secondo invio, riguardante le raccomandazioni diffuse alla clientela tra le ore 09:00 e le ore 14.00, verrebbe effettuato entro le ore 15.00.

Domande:

- 1) Si invita a fornire osservazioni sulle caratteristiche sopra illustrate del nuovo sistema di trasmissione alla Consob delle raccomandazioni di investimento. Si ritiene che siano preferibili soluzioni alternative? In caso positivo, se ne può fornire una descrizione?
- 2) Quali sono le problematiche, se ve ne sono, delle sopra descritte nuove modalità di trasmissione delle raccomandazioni e delle informazioni in esse contenute? Sono ipotizzabili modalità alternative che consentano di raggiungere i medesimi risultati? Se ne possono descrivere le eventuali caratteristiche migliorative rispetto al nuovo sistema sopra previsto?
- 3) Si ritiene opportuna, anche in termini di adeguata e proporzionale individuazione degli oneri per gli operatori, la scelta di esentare dall’obbligo di trasmissione le raccomandazioni che riportino esclusivamente notizie stampa, ovvero che comunque non contengano elementi valutativi in merito all’Emittente oggetto delle stesse? Si reputa che vi siano ulteriori tipologie di ricerche la cui trasmissione alla Consob tramite il nuovo sistema potrebbe essere esclusa?
- 4) Vi sono osservazioni sulla tempistica di inoltro delle informazioni relative alle raccomandazioni di investimento? Si ritiene che gli invii possano essere effettuati con tempistiche diverse rispetto a quelle illustrate? In caso positivo, si prega di spiegare in dettaglio indicandone anche le motivazioni.

3.3. *Analisi costi/benefici*

Di seguito viene rappresentata l'analisi dei costi e dei benefici connessi al nuovo sistema di trasmissione alla Consob delle raccomandazioni di investimento, descritto nel par. 3.2..

3.3.1. Analisi dei costi

E' stata svolta una preventiva valutazione, da parte della Consob, dei costi che l'introduzione del nuovo sistema potrebbe comportare per i soggetti abilitati tenuti alla trasmissione delle raccomandazioni di investimento, in termini di ore/uomo.

A tal fine, si è provveduto ad analizzare la numerosità delle raccomandazioni prodotte e trasmesse attualmente alla Consob dai soggetti abilitati italiani ed esteri e a stimare i tempi necessari per l'inoltro di una singola raccomandazione con il nuovo sistema.

In primo luogo, sono state prese in considerazione le raccomandazioni trasmesse alla Consob nel periodo febbraio-aprile 2016 dai soggetti abilitati presenti nel *database* dell'Istituto. La scelta di tale arco temporale è stata motivata dalla necessità di disporre di un periodo sufficientemente ampio e significativo per l'industria, data la numerosità delle raccomandazioni prodotte e diffuse in prossimità e successivamente alla pubblicazione da parte degli emittenti dei dati di bilancio.

In tale arco temporale risultano essere state trasmesse complessivamente alla Consob 4.992 raccomandazioni monografiche e non monografiche, di cui 1.599 a febbraio, 1.916 a marzo e 1.477 nell'aprile 2016.

Con riferimento a tali periodi sono stati quindi individuati gli intermediari italiani ed esteri più attivi nella produzione di raccomandazioni di investimento. La tabella seguente riporta il dettaglio delle raccomandazioni trasmesse da questi ultimi alla Consob in ciascuno dei mesi in questione.

	Numero Raccomandazioni monografiche e non monografiche trasmesse alla Consob		
Intermediari italiani	Febbraio 2016	Marzo 2016	Aprile 2016
Intermediario 1 A	280	191	270
Intermediario 2 A	270	397	247
Intermediario 3 A	263	343	244
Intermediario 4 A	232	301	238
Intermediario 5 A	177	197	138
Intermediario 6 A	73	101	82
Totale (A)	1.295	1.530	1.219
Intermediari esteri			
Intermediario 1 B	126	143	94
Intermediario 2 B	80	106	72
Intermediario 3 B	65	65	43
Totale (B)	271	314	209
Totale italiani ed esteri (A+B)	1.566	1.844	1.428
% rispetto a totale raccomandazioni trasmesse alla Consob	97,94%	96,24%	96,68%

Al fine di determinare il carico di lavoro per tali intermediari, si è provveduto a calcolare il numero medio di raccomandazioni monografiche e non monografiche trasmesso giornalmente alla Consob da tali soggetti, sulla base dei giorni lavorativi (di borsa aperta) presenti nel predetto periodo. La tabella seguente riassume i risultati ottenuti.

Intermediari italiani	Numero medio di raccomandazioni inviate in un giorno		
	Febbraio 2016 (21 giorni)	Marzo 2016 (21 giorni)	Aprile 2016 (21 giorni)
Intermediario 1 A	13,33	9,09	12,86
Intermediario 2 A	12,86	18,9	11,76
Intermediario 3 A	12,52	16,33	11,62
Intermediario 4 A	11,04	14,33	11,33
Intermediario 5 A	8,43	9,38	6,57
Intermediario 6 A	3,48	4,8	3,9
Intermediari esteri			
Intermediario 1 B	6	6,8	4,48
Intermediario 2 B	3,81	5,04	3,43
Intermediario 3 B	3,01	3,01	2,05

Sulla base dei dati sopra riportati risulta che, nell'arco temporale febbraio-aprile 2016, il numero medio di raccomandazioni trasmesse giornalmente alla Consob da parte degli intermediari più "prolifici" è compreso tra 2,05 e 18,9.

Al fine di avere un quadro informativo il più possibile esaustivo, sono stati individuati per i citati intermediari italiani ed esteri anche i giorni di massimo carico di lavoro, in termini di numero di raccomandazioni trasmesse alla Consob nell'arco temporale preso in esame. La tabella seguente riepiloga i dati riscontrati.

Intermediari italiani	Numero massimo di raccomandazioni trasmesse alla Consob tra febbraio e aprile 2016			
	Giorno	Raccomandazioni monografiche (A)	Raccomandazioni non monografiche (B)	Totale (A+B)
Intermediario 1 A	11.2.2016	3	27	30
Intermediario 2 A	11.3.2016	1	34	35
Intermediario 3 A	29.4.2016	1	26	27
Intermediario 4 A	16.3.2016	0	21	21
Intermediario 5 A	5.2.2016	8	8	16
Intermediario 6 A	22.3.2016	1	10	11
Intermediari esteri				
Intermediario 1 B	14.3.2016	2	9	11
Intermediario 2 B	16.3.2016	5	6	11
Intermediario 3 B	10.2.2016	1	8	9

Da quanto sopra esposto consegue che, nei giorni di massimo impegno individuati nel periodo febbraio - aprile 2016, gli intermediari italiani ed esteri più attivi hanno prodotto e trasmesso alla Consob un numero di raccomandazioni di investimento compreso tra 9 e 35, prevalentemente di natura non monografica.

L'analisi svolta evidenzia, pertanto, un numero piuttosto contenuto di raccomandazioni di investimento trasmesse giornalmente alla Consob dai soggetti abilitati, sia che si consideri il dato medio sia quello dei giorni di massimo carico di lavoro.

Tenuto conto di tali dati, si è quindi provveduto ad effettuare una stima del tempo medio necessario ad un soggetto abilitato ad inoltrare alla Consob una singola raccomandazione di investimento, di carattere monografico, in una situazione di utilizzo a “regime”⁴ del nuovo sistema. A tal fine è stato simulato l'accesso allo stesso, l'inserimento manuale dei dati e delle informazioni richieste (compreso l'*upload* del *file* della raccomandazione nel sistema) e l'invio di queste alla Consob.

Tale simulazione ha prodotto come risultato un tempo medio di inserimento dei dati di circa 4 minuti, in linea con il tempo medio stimato da un intermediario in un'analogia simulazione.

Sulla base dei dati sopra riportati è stato calcolato un carico di lavoro medio giornaliero per i soggetti più attivi nella produzione di raccomandazioni non superiore a circa 1 ora e 15 minuti/uomo (4 min. * 18,9) e una punta di massimo carico di lavoro giornaliero di circa 2,33 ore/uomo (4 min. * 35).

Sulla base di quanto sopra evidenziato, l'onere connesso all'inserimento dei dati relativi alle raccomandazioni di investimento, secondo quanto previsto dal nuovo sistema, appare contenuto⁵.

Si rileva peraltro, come descritto nel precedente paragrafo, che il nuovo sistema è stato concepito in modo tale da consentire ai soggetti abilitati di trasmettere le informazioni richieste anche in modo automatizzato. Tale ultima modalità dovrebbe pertanto ridurre in modo significativo i carichi di lavoro giornalieri previsti⁶.

Domande:

- 1) Si ritiene corretto l'approccio di quantificazione dei costi rinvenienti dagli adempimenti richiesti agli operatori dal nuovo sistema di trasmissione delle raccomandazioni alla Consob?
- 2) Si ritiene che vi siano altri costi sostenuti dall'industria? E' possibile fornire una descrizione e la relativa stima quantitativa di tali eventuali costi aggiuntivi o, se del caso, una diversa stima dei costi individuati tramite l'analisi precedentemente illustrata?

3.3.2 Analisi dei benefici

I benefici connessi all'introduzione del nuovo sistema di trasmissione delle raccomandazioni alla Consob sono essenzialmente collegati agli effetti positivi derivanti dalla maggiore efficacia e

⁴ Non si è tenuto conto del tempo necessario per la fase di inserimento di alcuni dati (es. informazioni sulla persona autorizzata ad accedere al sistema), che necessita di essere svolta soltanto una volta al momento del primo accesso al nuovo sistema da parte del soggetto abilitato.

⁵ Ciò anche alla luce del fatto che le attuali modalità di trasmissione delle raccomandazioni, che prevedono l'utilizzo di messaggi di posta elettronica e richiedono quindi un impegno, sia pur contenuto, da parte del soggetto abilitato, verrebbero comunque meno con l'introduzione del nuovo sistema,

⁶ A ciò si aggiunga che tale onere, relativamente limitato e tollerabile, verrebbe tra l'altro in parte compensato dal venir meno del c.d. “meccanismo di autocertificazione”, secondo il quale i soggetti abilitati sono ad oggi tenuti a trasmettere periodicamente l'elenco in formato cartaceo delle raccomandazioni inoltrate alla Consob con l'attuale sistema di posta elettronica.

efficienza dell'attività di vigilanza della Consob stessa e sono, quindi, identificabili in termini qualitativi.

In primo luogo, il nuovo sistema di trasmissione, consentendo di inserire le informazioni contenute nelle ricerche direttamente all'interno di un *database* con maggiori potenzialità rispetto a quello esistente, consentirebbe, ai fini dell'attività di vigilanza, una più agevole, veloce e funzionale consultazione ed elaborazione dei dati. Inoltre, risulterebbe molto facilitata, rispetto al sistema attuale, l'integrazione delle informazioni in esso archiviate con quelle contenute negli altri *database* di vigilanza presenti in Consob.

Peraltro, qualora l'invio avvenisse in modo totalmente automatizzato, anche il rischio di errore nella trasmissione delle informazioni sarebbe minimizzato.

Quindi, il nuovo sistema di trasmissione dovrebbe contribuire a rendere l'attività di vigilanza sulle raccomandazioni di investimento più efficiente ed efficace, consentendo una miglior tutela degli investitori e dell'integrità del mercato. In particolare, tale sistema consentirà alla Consob, tra l'altro, di disporre con maggiore tempestività di informazioni di sintesi sulle raccomandazioni e di effettuare, con maggiore immediatezza ed efficienza, elaborazioni sulle informazioni trasmesse facilitando, quindi, l'utilizzo di queste ultime quali "input interni" di vigilanza che consentano, cioè, di individuare dei casi di rilievo su cui svolgere successivi approfondimenti.

Domande:

- 1) Si ritiene che siano stati individuati tutti i benefici per il mercato connessi all'introduzione del nuovo sistema di trasmissione delle raccomandazioni alla Consob, in termini di una più efficiente ed efficace azione di vigilanza?
- 2) Nel caso in cui si reputi che sussistano ulteriori benefici, collegati all'introduzione del nuovo sistema, se ne può fornire una descrizione?
- 3) Si ritiene che i costi sostenuti dall'industria sopra descritti siano sufficientemente compensati dai benefici per il mercato? In caso negativo, se ne possono illustrare le motivazioni?