

Documento di consultazione: bozza di comunicazione su " Modalità di diffusione di Studi e Statistiche concernenti emittenti strumenti finanziari" (febbraio 2001)

Nell'economia dei processi di elaborazione e diffusione delle informazioni attinenti gli emittenti quotati, gli studi effettuati dagli analisti rappresentano un elemento positivo destinato ad integrare e ad arricchire il processo di disclosure generato dall'informazione continua sulle notizie *price sensitive*.

Il principio della " *fair disclosure*" stabilito dall'art.114 del TUF, che esclude la possibilità di una diffusione selettiva delle informazioni *price sensitive* nell'ambito delle relazioni tra società emittenti e analisti finanziari e investitori istituzionali(1), trova infatti un'efficace realizzazione attraverso l'analisi specialistica delle informazioni e la sua diffusione al pubblico.

In tale quadro, gli studi rivestono un ruolo crescente nel determinare le scelte di investimento, assumendo essi stessi (non solo per i loro contenuti ma anche per il mero fatto di essere prodotti) il ruolo di "notizia rilevante".

Per realizzare efficacemente tale funzione è necessario che la realizzazione degli studi risponda a criteri di correttezza comportamentale che assicurino la loro completezza, indipendenza e chiarezza.

Una particolare importanza assumono i problemi che possono sorgere quando chi li diffonde ha un proprio specifico interesse riguardo all'oggetto dello studio. Criticità possono manifestarsi soprattutto quando i soggetti che diffondono gli studi appartengono a gruppi finanziari polifunzionali, nel cui ambito si effettuano attività e si prestano servizi i cui interessi possono influenzare la correttezza comportamentale dell'attività di realizzazione e diffusione di studi.

Un'efficace azione volta ad alleviare possibili distorsioni richiede una complementarità tra intervento normativo e autoregolamentazione dei soggetti.

La Commissione ha attuato una modifica dell'attuale art.69 del Regolamento n. 11971 del 14-05-1999 che si limita alla definizione di alcune condizioni minime di correttezza, con riferimento in particolare alla trasparenza sull'esistenza e sull'estensione dei predetti specifici interessi e ai tempi di diffusione al pubblico degli studi prodotti inizialmente per i propri clienti o soci. In particolare, nella lettera c) del comma 1, è stato previsto che l'avvertenza nella quale è indicato che chi diffonde gli studi può avere un proprio specifico interesse con riguardo agli emittenti, agli strumenti finanziari e alle operazioni oggetto dell'analisi, debba indicare altresì le ragioni e l'estensione di tali interessi. Inoltre nel comma 2, il termine per la diffusione al pubblico tramite il deposito presso la società di gestione del mercato degli studi prodotti inizialmente per i propri clienti o soci è stato ridotto da 15 a 5 giorni.

La scelta di limitare le modifiche regolamentari risponde ad una duplice esigenza. Da un lato, l'esigenza di definire un quadro regolamentare che non crei distorsioni nell'industria della produzione di studi, considerato che l'ambito di applicazione definito dall'art. 114, comma 5, del TUF comprende solo gli emittenti quotati, gli intermediari autorizzati e i soggetti legati da rapporti di controllo con essi e che comunque l' *enforcement* sui soggetti esteri appare difficoltosa. Dall'altro, l'esigenza di lasciare aperto l'ambito dell'approfondimento e dell'estensione delle regole di comportamento alle iniziative di autoregolamentazione che i soggetti del mercato saranno in grado di intraprendere.

1. A tale riguardo la Commissione ritiene opportuno precisare i criteri per l'individuazione degli specifici interessi di cui si devono indicare le ragioni e l'estensione, con particolare riferimento agli studi e alle statistiche che, per il loro contenuto analitico, contengono elementi sufficienti per fondare decisioni di investimento.

Nell'indicare le ragioni e l'estensione degli specifici interessi dei soggetti che diffondono studi e statistiche (di seguito studi), previste dalla lettera c) del comma 1 dell'art.69, si deve tener conto di tutte le situazioni che, in ragione della loro natura o della loro rilevanza, sono suscettibili, in astratto, di influenzare la correttezza comportamentale dell'attività di realizzazione e diffusione di studi.

A titolo meramente esemplificativo, si indicano le principali situazioni, riguardanti il soggetto che diffonde lo studio (e i soggetti legati da rapporti di controllo con esso), da un lato, e l'emittente (e i soggetti legati da

rapporti di controllo con esso), dall'altro, che si ritiene opportuno siano valutate al fine di adempiere a quanto stabilito nella citata lettera c):

- la presenza di legami di controllo o di partecipazione rilevante, sia diretti sia indiretti;
- la partecipazione agli organi sociali;
- la prestazione di servizi di finanza aziendale (ad esempio consulenza, partecipazione a consorzi per il collocamento di titoli o per altre operazioni straordinarie, *specialist, sponsor*, ecc) alla data di diffusione dello studio e nei tre anni precedenti;
- l'esistenza di obblighi di diffusione dello studio derivanti da disposizioni contrattuali (ad esempio previsti dal ruolo *disponsor*);
- l'emissione di strumenti finanziari collegati ai titoli dell'emittente;
- l'esistenza di rapporti di credito;- l'esistenza di posizioni (direzionali) aperte, detenute sui titoli dell'emittente, ovvero su strumenti finanziari collegati agli stessi (*covered warrants, options*, obbligazioni strutturare, ecc.).

2. La Commissione ritiene inoltre opportuno presentare alcune raccomandazioni al fine di fornire ai soggetti interessati criteri utili perché sia assicurata la completezza, l'indipendenza e la chiarezza degli studi.

Trasparenza sulle fonti

Si raccomanda che negli studi siano evidenziati gli elementi che hanno contribuito alla formazione del giudizio indicando, in relazione ai dati utilizzati, la fonte, l'occasione in cui sono stati ottenuti e la data a cui si riferiscono. Si raccomanda inoltre di indicare quali elementi dello studio rappresentano opinioni espresse dall'analista.

Indipendenza e correttezza degli analisti

Si raccomanda che i soggetti che diffondono studi adottino procedure interne idonee a garantire l'indipendenza degli analisti e che prescrivano loro adeguate regole comportamentali. Si raccomanda di indicare i nomi degli autori degli studi, insieme all'eventuale appartenenza ad associazioni di categoria.

Trasparenza su modalità e tempistica di diffusione degli studi

Si raccomanda che la diffusione degli studi avvenga secondo modalità e tempi omogenei e tendenzialmente costanti. Si raccomanda che le modalità e i tempi di diffusione siano tali da limitare la loro influenza sul processo di formazione dei prezzi e che siano chiaramente descritti in un'apposita avvertenza indicando:

- a) il canale utilizzato;
- b) il momento di inizio della diffusione;
- c) il numero e la tipologia dei soggetti destinatari.

Trasparenza sulla serie di giudizi espressi

Si raccomanda che negli studi siano riportati i giudizi precedentemente espressi sui titoli dell'emittente, relativi ad un congruo periodo di tempo, indicando il motivo che ha portato ad una loro eventuale revisione. Si raccomanda inoltre che sia data notizia, attraverso adeguate modalità di diffusione, della decisione di interrompere la copertura sugli strumenti finanziari oggetto di precedenti studi.

1. La Consob, con le raccomandazioni n. RM/97008479 e n. RM/98090373, ha ribadito il principio che nel corso degli incontri con gli analisti finanziari si eviti che "l'informazione diffusa in tali occasioni alteri sostanzialmente e radicalmente la parità informativa tra i diversi operatori".

Art. 69
(Studi e statistiche)

1. Gli emittenti strumenti finanziari, gli intermediari autorizzati ed i soggetti in rapporto di controllo con essi possono diffondere al pubblico studi o statistiche concernenti emittenti strumenti finanziari a condizione che questi:

a) siano trasmessi alla Consob entro il giorno in cui sono diffusi al pubblico;

b) siano depositati, nello stesso termine, presso la società di gestione del mercato che li mette a disposizione del pubblico;

c) riportino , **con evidenza grafica**, un'avvertenza nella quale sia indicato che ~~l'elaborato è stato redatto da un soggetto che~~ **chi li diffonde** può avere un proprio specifico interesse riguardo agli emittenti, agli strumenti finanziari e alle operazioni oggetto di analisi, **indicandone le ragioni e l'estensione.**

2. Qualora gli studi o le statistiche siano destinati ai soli soci dell'emittente o delle società in rapporto di controllo con l'emittente o ai soli clienti dell'intermediario autorizzato **o delle società in rapporto di controllo con esso**, il deposito previsto dal comma 1, lett. b) è effettuato entro **cinque** giorni da quello di inizio della diffusione.