

Linee Guida

Raccomandazioni di investimento



CONSOB
COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

N. 2/2017
Ottobre 2017

Linee Guida

Raccomandazioni di investimento

LINEE GUIDA

Destinatari: SOGGETTI CHE PRODUCONO E/O DIFFONDONO
RACCOMANDAZIONI DI INVESTIMENTO

Oggetto: RACCOMANDAZIONI DI INVESTIMENTO

Indice

Sezione 1	Premessa
Sezione 2	Modalità di elaborazione e diffusione delle raccomandazioni di investimento
Sezione 3	Condizioni e circostanze in presenza delle quali la Consob può richiedere la pubblicazione delle raccomandazioni di investimento
Sezione 4	Glossario ed elenco atti normativi europei

Legenda:

- evidenziate in *celeste* le parole cui dovrebbero essere associati link o collegamenti ipertestuali
- evidenziate in *verde* le parole definite nel Glossario posizionato alla fine della Guida
- in **corsivo** le norme di Livello 1, 2, 3 (talora riprodotte in modo non letterale)
-  indicazioni di carattere cogente (cfr. p.to 1.3.1)
-  altre indicazioni (cfr. p.to 1.3.1)

	Linee Guida	Raccomandazioni di investimento	Versione Ottobre 2017
---	-------------	---------------------------------	--------------------------

SEZIONE 1 – PREMESSA

1.1 Destinatari

1.1.1 Le presenti Linee Guida si rivolgono ai soggetti che elaborano e/o diffondono raccomandazioni in materia di investimenti, come definite dagli [articoli 3\(1\)34 e 3\(1\)35 MAR](#).

Le presenti Linee Guida possono risultare utili:

- ai soggetti destinatari delle raccomandazioni di investimento;
- ai soggetti cui pervengono informazioni volte a raccomandare o consigliare una strategia di investimento;
- agli emittenti oggetto di raccomandazioni d'investimento;
- ai giornalisti che diffondono informazioni in merito a raccomandazioni di investimento.

1.2 Ambito oggettivo

1.2.1 Le presenti Linee Guida riguardano la gestione degli obblighi relativi:

- alla corretta presentazione delle raccomandazioni di investimento;
- alla comunicazione degli interessi e dei conflitti di interesse delle persone che producono e/o diffondono le raccomandazioni di investimento;
- alle modalità di diffusione delle raccomandazioni.

1.2.2 Esse riguardano inoltre la descrizione delle condizioni e delle circostanze in presenza delle quali la Consob può richiedere la pubblicazione delle raccomandazioni di investimento da parte della Consob.

1.3 Finalità

1.3.1 Le presenti Linee Guida costituiscono un ausilio nella sistematizzazione, possibilmente organica e completa:

- degli obblighi previsti dalla disciplina europea di Livello 1, 2 o 3;
- delle indicazioni fornite dall'[ESMA](#) sotto forma di [Q&A](#);
- dell'interazione degli obblighi previsti dalla normativa europea con quelli previsti dalla disciplina nazionale.

Le presenti Linee Guida forniscono dei prototipi di riferimento per i destinatari delle stesse, in parte basati su disposizioni cogenti ed in parte su indicazioni della Consob.

Queste ultime non hanno carattere prescrittivo e, se disattese, non implicano di per sé una violazione della disciplina. Per facilitarne il riconoscimento visivo, le disposizioni di

	Linee Guida	<i>Raccomandazioni di investimento</i>	Versione Ottobre 2017
---	-------------	--	--------------------------

MAR, degli atti di livello 2 e le relative indicazioni di natura interpretativa fornite in sede europea, nonché le altre disposizioni previste in ambito nazionale, sono affiancate da un quadrato rosso, mentre le indicazioni della Consob da un triangolo giallo.

- 1.3.2 Le presenti Linee Guida intendono, altresì, offrire, in esito alle richieste degli operatori pervenute nei primi mesi di applicazione di MAR, alcune indicazioni operative di dettaglio utili alla migliore attuazione della disciplina europea, avuto riguardo alle specificità del quadro istituzionale ed operativo nazionale.

Alcune indicazioni costituiscono rielaborazioni di chiarimenti forniti dalla Consob nell'ambito della disciplina preesistente, opportunamente riadattati nel nuovo contesto regolamentare.

- 1.3.3 Le presenti Linee Guida non intendono alterare le disposizioni europee e le indicazioni fornite dall'ESMA.

Qualora una nuova indicazione fornita dall'ESMA dovesse confliggere con le indicazioni riportate nelle presenti Linee Guida, queste ultime devono essere considerate recessive.

1.3.4

1.4 Aggiornamenti

- 1.4.1 La Consob si impegna a monitorare l'adeguatezza delle presenti Linee Guida e a introdurre modifiche alle stesse ove ritenuto opportuno.

	Linee Guida	Raccomandazioni di investimento	Versione Ottobre 2017
---	-------------	---------------------------------	--------------------------

SEZIONE 2 – MODALITÀ DI ELABORAZIONE E DIFFUSIONE DELLE RACCOMANDAZIONI DI INVESTIMENTO

2.1 Definizione di raccomandazione di investimento

- 2.1.1  Sono riconducibili alla fattispecie di “raccomandazioni di investimento”, secondo la definizione data da MAR, le informazioni destinate al pubblico o ai canali di distribuzione volte, implicitamente o esplicitamente, a raccomandare o a consigliare una strategia di investimento in relazione ad uno o più strumenti finanziari o emittenti, ivi compresi pareri sul valore o sul prezzo presenti o futuri di tali strumenti [[articoli 3\(1\)34 e 3\(1\)35 MAR](#)].

2.2 Forme e modalità di elaborazione e diffusione delle raccomandazioni di investimento

- 2.2.1  Le informazioni diffuse al pubblico o destinate ai canali di distribuzione, riconducibili alla fattispecie di raccomandazioni di investimento, possono essere elaborate e/o trasmesse in varie forme o modalità, che si differenziano tra loro per la dimensione, l’oggetto o la denominazione (e.g. studi monografici che si riferiscono ad un unico emittente, *short notes*, *morning notes* o studi settoriali riferiti a più emittenti), per finalità (e.g. *trading ideas*), per modalità di diffusione (e.g. verbale: *call-conference*, *telefonata*; elettronica: *e-mail*, *chat*; sistemi di messaggistica istantanea: *whatsapp*, *telegram*, etc.).

- 2.2.2  A titolo esemplificativo e non esaustivo, si riportano di seguito le più comuni forme e modalità di elaborazione e/o diffusione di informazioni che possono costituire una raccomandazione di investimento:

- report monografici, relativi ad un unico emittente;
- informazioni, destinate ai canali di distribuzione o al pubblico, relative normalmente ad uno o più emittenti o strumenti finanziari, di contenuto sintetico o flessibile, quali le *short notes*, le *morning notes*, e/o altri documenti di contenuto analogo;
- *trading ideas* o *sales notes*, cioè informazioni che quotidianamente, oppure al verificarsi di determinati eventi di mercato, vengono predisposte dalla funzione “*sales*” di un intermediario ed inviate via email, o attraverso l’utilizzo di altri canali di comunicazione, anche orale (e.g. *whatsapp* o *chat*, telefono), ai propri clienti professionali o controparti qualificate;
- report su uno specifico settore, che contengono normalmente informazioni su vari emittenti appartenenti allo stesso settore;
- interviste rilasciate ai “media” (televisioni, radio, testate giornalistiche, web);
- comunicazioni, diffuse con varie modalità, nel corso di manifestazioni, conferenze audio o video, riunioni;

	Linee Guida	Raccomandazioni di investimento	Versione Ottobre 2017
---	-------------	---------------------------------	--------------------------

- comunicazioni che contengono considerazioni sul valore di strumenti finanziari¹ come ad esempio "è sottovalutato" o "abbastanza apprezzato", oppure un valore stimato, come ad esempio una "stima del *fair value*" o altri elementi di giudizio sul valore degli strumenti finanziari.

2.2.3 Le suddette informazioni, come detto, possono essere diffuse in forma scritta, tramite email, sistemi di messaggistica istantanea (e.g. whatsapp, chat), blog, siti internet, etc., ovvero tramite canali di comunicazione verbali (e.g. telefono, conferenze audio o video).



2.3 Ambito di applicazione

2.3.1 A prescindere dalle modalità di elaborazione e/o diffusione delle informazioni descritte nel par. 2.2.2, l'elemento che rileva al fine di valutare se esse costituiscano una raccomandazione di investimento è il loro contenuto, cioè la circostanza se le informazioni, destinate ai canali di distribuzione o al pubblico, siano suscettibili di raccomandare o consigliare, implicitamente o esplicitamente, una strategia di investimento in relazione ad uno o più emittenti o strumenti finanziari, compresi pareri sul valore o sul prezzo presenti o futuri di tali strumenti. Tale aspetto è chiarito, con riferimento a varie casistiche o tipologie di comunicazione, all'interno di Q&As predisposte ed approvate dall'ESMA, concernenti l'applicazione di MAR [[Sezione 8, Question 8.1, Q&A ESMA \(Versione 8\)](#)].



2.3.2 Ai fini dell'applicabilità delle disposizioni previste da MAR non rilevano, quindi, la dimensione e/o il formato del documento che contiene l'informazione, né il mezzo con cui l'informazione stessa è diffusa.



2.3.3 Al riguardo, a titolo esemplificativo e non esaustivo, è ragionevole ritenere che rientri nella categoria di raccomandazione di investimento uno studio su un settore specifico, qualora le informazioni in esso contenute siano tali da indurre un investitore ragionevole a ritenere che queste raccomandino strategie di investimento in relazione a specifici emittenti o strumenti finanziari (come ad esempio un report riferito ad un numero molto limitato di emittenti).



2.3.4 Ugualmente, rientrano tra le raccomandazioni d'investimento le cd. *trading ideas*, a prescindere dalle relative modalità di diffusione, quando esse contengano elementi tali da raccomandare o consigliare strategie di investimento riguardanti uno o diversi emittenti o strumenti finanziari.



¹ L'informazione deve riguardare uno o più strumenti finanziari ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato o in un sistema multilaterale di negoziazione o per i quali è stata richiesta l'ammissione alla negoziazione, o trattati in un sistema organizzato di negoziazione.

 CONSOB <small>COMMISSIONE NAZIONALE PER LE SOCIETÀ E LA BORSA</small>	Linee Guida	<i>Raccomandazioni di investimento</i>	Versione Ottobre 2017
--	-------------	--	--------------------------

- 2.3.5  Non rientrano, invece, nella categoria di raccomandazione di investimento quelle comunicazioni che esprimono valutazioni su variabili macroeconomiche, materie prime, settori industriali, indici, valute, comparti (e.g. azionario, obbligazionario) o tassi, e che non si riferiscono ad uno strumento finanziario o ad un emittente, purché dette comunicazioni non contengano elementi che possono portare un investitore ragionevole a dedurre che esse possano raccomandare o consigliare una strategia di investimento in relazione a singoli strumenti finanziari e/o emittenti. Ugualmente, non vi rientrano quelle comunicazioni che riportano informazioni puramente fattuali, eventi o notizie, riferiti a uno o più strumenti finanziari o emittenti [[Sezione 8, Question 8.2, Q&A ESMA \(Versione 8\)](#)].
- 2.3.6  Con riferimento, inoltre, ad alcune comunicazioni alla clientela (e.g. newsletter) o verso l'esterno (e.g. interviste diffuse tramite quotidiani, TV, siti web, ecc) effettuate da investitori istituzionali (i.e. gestori individuali o collettivi) esse non rientrano nella categoria di raccomandazioni di investimento, purché il loro contenuto non sia tale da raccomandare o consigliare implicitamente o esplicitamente una strategia di investimento in merito a singoli strumenti finanziari e/o emittenti.
- 2.3.7  Al riguardo, a titolo esemplificativo, un'intervista o una newsletter rilasciata o prodotta da un gestore non costituisce una raccomandazione di investimento se le informazioni e/o considerazioni in essa contenute sono di natura macroeconomica, settoriale o anche, nel caso specifico, se riguardano singoli strumenti finanziari e/o emittenti ma si limitano a fornire una rendicontazione, ad esempio sulla composizione del portafoglio di investimento di un fondo.
- 2.3.8  Qualora, invece, gli elementi contenuti nell'intervista o nella newsletter siano tali da raccomandare o consigliare implicitamente o esplicitamente una strategia di investimento in merito a uno o più strumenti finanziari e/o emittenti, e.g. contengano specifiche valutazioni su un emittente, ovvero riguardanti determinati elementi alla base delle stesse (i.e. *target price*, multipli di mercato, parametri reddituali e/o finanziari), in tal caso detta comunicazione costituisce una raccomandazione di investimento e quindi è soggetta alle disposizioni previste da MAR.
- 2.3.9  Un ulteriore elemento distintivo delle raccomandazioni di investimento consiste nel fatto che le relative informazioni siano destinate ai canali di distribuzione o al pubblico. Pertanto, costituisce una raccomandazione di investimento una comunicazione di tipo standardizzato – a prescindere dalle modalità con cui sia diffusa (tramite strumenti informatici, telefonicamente, etc.) – che sia strutturata e destinata alla diffusione al pubblico in generale, ovvero alla distribuzione alla clientela o ad uno specifico segmento di clienti, qualunque sia il loro numero, e che non sia quindi trasmessa nell'ambito di un servizio di consulenza in materia di investimenti. Al riguardo, spetta all'intermediario l'eventuale onere di dimostrare, ad es. in caso di richiesta dell'autorità di vigilanza, che le comunicazioni trasmesse sono in realtà raccomandazioni personalizzate, ossia basate sulla considerazione delle caratteristiche del cliente ovvero presentate come adatte per il cliente, e pertanto configurano la prestazione di un servizio di consulenza in materia di investimenti,

 CONSOB <small>COMMISSIONE NAZIONALE PER LE SOCIETÀ E LA BORSA</small>	Linee Guida	<i>Raccomandazioni di investimento</i>	Versione Ottobre 2017
--	-------------	--	--------------------------

non trovando quindi applicazione le disposizioni MAR in tema di raccomandazioni di investimento.

2.4 Obblighi informativi

2.4.1 I soggetti che producono o diffondono raccomandazioni in materia di investimenti, o altre informazioni che raccomandano o consigliano una strategia di investimento, devono ottemperare agli obblighi informativi previsti dalla normativa vigente in materia di corretta presentazione delle raccomandazioni e di comunicazione degli interessi o dei conflitti di interesse [[articolo 20\(1\) MAR](#) e [articoli da 3 a 6 RD 2016/958](#)].

2.4.2 Pertanto, chiunque produca o diffonda raccomandazioni di investimento dovrebbe predisporre misure e/o procedure per assicurare che le informazioni siano presentate in modo corretto e che gli interessi o i conflitti di interesse siano comunicati efficacemente.

2.4.3 Sono tenuti all'adempimento degli obblighi informativi più specifici previsti da MAR – in tema di corretta presentazione e di comunicazione degli interessi e dei conflitti di interesse – non soltanto i soggetti che professionalmente producono raccomandazioni di investimento ma anche i c.d. “esperti”, definiti dalla normativa come coloro che propongono ripetutamente decisioni di investimento in relazione a strumenti finanziari e che si presentano come dotati di esperienza o di competenza finanziaria, ovvero sono così percepiti dai partecipanti al mercato in relazione alle modalità di presentazione delle raccomandazioni da essi prodotte [[articolo 3\(34\)\(i\) MAR](#) e [articolo 1\(a\) RD 2016/958](#)].

2.4.4 Inoltre, al fine di identificare la figura dell'esperto, possono essere utilizzati, a titolo esemplificativo e non esaustivo, alcuni indicatori quali: il numero di “*follower*” delle raccomandazioni proposte dall'esperto; la sua storia professionale, in particolare il fatto che abbia prodotto raccomandazioni a titolo professionale in passato; l'eventualità che le passate raccomandazioni dell'esperto siano state rilanciate da terzi, ad esempio dai media [[considerando \(2\) RD 2016/958](#)].

2.4.5 Al riguardo, quindi, occorre nello specifico che un soggetto che produce e/o diffonde non professionalmente raccomandazioni di investimento, valuti se, ad esempio, abbia una competenza o esperienza finanziaria, come sopra definita, tale da poter essere individuato come “esperto” e quindi essere tenuto agli obblighi informativi previsti da MAR.

2.4.6 Per taluni degli obblighi informativi dettati dalla normativa è previsto, nel rispetto del principio della proporzionalità, che le relative informazioni possano essere presentate o comunicate con modalità differenti e più flessibili rispetto all'indicazione delle stesse all'interno della raccomandazione di investimento.

 CONSOB <small>COMMISSIONE NAZIONALE PER LE SOCIETÀ E LA BORSA</small>	Linee Guida	<i>Raccomandazioni di investimento</i>	Versione Ottobre 2017
--	-------------	--	--------------------------

- 2.4.7  Ciò avviene nei casi in cui la comunicazione delle informazioni richieste è sproporzionata rispetto alla forma della raccomandazione o alle modalità di diffusione della stessa.
- 2.4.8  Si fa quindi riferimento sia a raccomandazioni di lunghezza ridotta (e.g. *short notes*, *morning notes*), sia a raccomandazioni diffuse da un intermediario alla propria clientela tramite modalità quali sms, sistema di messaggistica istantanea (e.g. whatsapp, telegram), chat, etc., ovvero tramite ulteriori modalità (e.g. nell’ambito di riunioni, telefonate, conferenze audio o video, ovvero tramite interviste diffuse con varie modalità: radio, televisione o internet, etc.).
- 2.4.9  In tali casi, pertanto, la disciplina MAR prevede che, per alcune informazioni, la persona che produce o diffonde raccomandazioni di investimento possa indicare, all’interno di queste ultime, il luogo dove il destinatario può accedere direttamente, agevolmente e gratuitamente, alle informazioni di cui è richiesta la divulgazione [[articoli 4\(2\) e 6\(4\) RD 2016/958](#)].
- 2.4.10  Una modalità che può essere considerata idonea all’adempimento degli obblighi informativi previsti, e contestualmente consente il rispetto del principio della proporzionalità, è da ritenersi, a titolo esemplificativo e non esaustivo, l’indicazione di un *link* alla sezione del sito internet dell’intermediario, dove sono contenute le informazioni da comunicare.
- 2.4.11  Le tipologie di informazioni che possono essere fornite tramite tali modalità più “flessibili” sono quelle per cui il rischio di non proporzionalità è maggiore: il RD 2016/958 fa riferimento, al riguardo, alle informazioni sulla metodologia o sulle ipotesi di fondo utilizzate nel formulare le valutazioni contenute nelle raccomandazioni, alla spiegazione del significato di quest’ultime, all’elenco delle raccomandazioni prodotte dalla persona o dall’esperto su qualsiasi strumento finanziario o emittente diffuse nei 12 mesi precedenti, nonché a una serie di informazioni riferite alla comunicazione degli interessi o dei conflitti di interesse [[articolo 4\(2\) e 6\(4\) RD 2016/958](#)].
- 2.4.12  Con riferimento alle c.d. *trading ideas*, qualora esse costituiscano raccomandazioni di investimento sono soggette agli obblighi informativi previsti da MAR. Al riguardo, tenuto conto delle modalità di diffusione alla clientela delle stesse (frequentemente in forma orale o tramite modalità quali chat Bloomberg, etc.) e dell’esigenza di tempestività che spesso le caratterizza, ma nel contempo della necessità di adempiere ai citati obblighi informativi, che prevedono che all’interno della raccomandazione debbano essere presenti alcuni elementi informativi nonché il richiamo al luogo ove reperire le ulteriori informazioni previste, detti obblighi sono adempiuti dagli intermediari tramite la trasmissione ai propri clienti delle informazioni da fornire contestualmente alla diffusione delle cd. *trading ideas* o di altri tipi di comunicazioni che configurino una raccomandazione d’investimento. Ciò può avvenire tramite modalità opportunamente individuate dall’intermediario sulla base della propria struttura organizzativa (e.g. fornendo l’informativa telefonicamente, predisponendo email

 CONSOB <small>COMMISSIONE NAZIONALE PER LE SOCIETÀ E LA BORSA</small>	Linee Guida	<i>Raccomandazioni di investimento</i>	Versione Ottobre 2017
--	-------------	--	--------------------------

contenenti i *disclaimer* da fornire alla clientela, ecc). L'adempimento degli obblighi informativi previsti da MAR verrà valutato caso per caso.

2.4.13  Inoltre, nel caso in cui dei *sales* inviino delle comunicazioni alla propria clientela sulla base di ricerche prodotte dagli analisti dell'ufficio studi della medesima entità, a tali comunicazioni si applicano le disposizioni previste da MAR in tema di diffusione di raccomandazioni prodotte da terzi (cfr. par. 2.5).

2.4.14  Tuttavia, qualora le ricerche cui la comunicazione si riferisce siano già state inviate agli stessi clienti da parte dell'ufficio studi dello stesso intermediario, non è necessario alcun ulteriore adempimento relativo a MAR, salvo che i *sales* non trasmettano comunicazioni diverse o ulteriori in merito alle ricerche stesse.

2.5 Diffusione di raccomandazioni di investimento prodotte da terzi

2.5.1  La disciplina MAR prevede vari obblighi informativi a carico di un soggetto che diffonde raccomandazioni prodotte da un terzo. Detti obblighi sono via via più stringenti nella misura in cui ci si discosta maggiormente dal contenuto originario della raccomandazione. [[articoli da 8 a 10 RD 2016/958](#)].

2.5.2  Al riguardo, qualora un intermediario pubblichi sul proprio sito una raccomandazione prodotta da terzi esso deve provvedere a fornire *disclosure* sui propri conflitti di interesse, in considerazione del fatto che questi ultimi potrebbero essere diversi rispetto a quelli propri del produttore della ricerca [[articolo 8 RD 2016/958](#)].

2.5.3  Gli obblighi informativi sono maggiori nel caso di diffusione da parte di un terzo di una sintesi o di un estratto della raccomandazione stessa, e diventano ancora più stringenti nel caso di diffusione di una raccomandazione modificata sostanzialmente: infatti, in quest'ultimo caso, il soggetto che la diffonde è tenuto, per la parte modificata, a soddisfare gli stessi obblighi informativi cui è tenuta la persona che l'ha prodotta, oltre a fornire l'indicazione del luogo dove si può accedere gratuitamente alle informazioni sull'autore della stessa.

2.5.4  Con riferimento al concetto di "modifica sostanziale", il RD 2016/958 prevede senz'altro come tale il caso in cui venga cambiata l'indicazione del giudizio operativo ("*Buy*", "*Hold*" o "*Sell*"), ovvero del *target price*, della raccomandazione, ma fa anche riferimento al caso in cui la modifica sostanziale possa derivare dall'estrapolazione solo di alcuni elementi della raccomandazione originaria [[considerando \(9\) RD 2016/958](#)].

 CONSOB <small>COMMISSIONE NAZIONALE PER LE SOCIETÀ E LA BORSA</small>	Linee Guida	<i>Raccomandazioni di investimento</i>	Versione Ottobre 2017
--	-------------	--	--------------------------

- 2.5.5  A questo riguardo, è opportuna una valutazione caso per caso, e può quindi ritenersi che anche l'estratto o la sintesi di una raccomandazione possano costituire una "modifica sostanziale", e.g. nel caso in cui l'estratto o la sintesi contengano solo alcuni degli elementi essenziali alla base della valutazione contenuta nella raccomandazione, omettendone degli altri, del tutto o in parte, qualora il destinatario non sia conseguentemente in grado di comprendere in pieno i fattori fondamentali sottesi alla raccomandazione stessa.
- 2.5.6  Nel caso in cui la diffusione della raccomandazione prodotta da un terzo avvenga da parte di giornalisti, nell'ambito dell'esercizio della propria professione, ad essi non si applicano le disposizioni previste dal RD 2016/958, essendo soggetti alle norme di autoregolamentazione della categoria, purché queste producano effetti equivalenti a quelli ottenuti dalle disposizioni della normativa vigente [[. articolo 20\(3\) MAR](#)].
- 2.5.7  La Consob approva preventivamente tali disposizioni di autoregolamentazione, valutando la suddetta equivalenza di effetti.
- 2.5.8  Nel caso in cui un soggetto destinatario di una raccomandazione prodotta da terzi la diffonda ulteriormente, sempre che l'ulteriore diffusione della raccomandazione non sia inibita dal produttore, anche tale soggetto è tenuto ad adempiere agli obblighi informativi previsti da MAR e dalle relative disposizioni attuative [[articoli da 8 a 10 RD 2016/958](#)].
- 2.5.9  Al riguardo, qualora detta ulteriore trasmissione non avvenga nei confronti del pubblico o tramite canali di distribuzione, e.g. se la trasmissione avviene nei confronti di un solo soggetto, gli obblighi informativi previsti da MAR non si applicano.
- 2.5.10  Tuttavia, qualora il soggetto cui la raccomandazione è trasmessa abbia accesso a mezzi di pubblicazione o diffusione piuttosto ampi (e.g. giornalisti, blogger con elevato numero di *follower*, etc.), colui che la trasmette deve valutare se tali mezzi possono creare una sostanziale situazione di diffusione e, in caso positivo, sottostare agli obblighi informativi previsti da MAR e dalle relative norme di attuazione.
- 2.5.11  E' opportuno porre una particolare attenzione, nei vari possibili casi di diffusione di una raccomandazione prodotta da terzi, al rispetto dei suddetti obblighi informativi: occorre, nello specifico, valutare se si dispone delle relative informazioni, prima di procedere alla diffusione della stessa.

	Linee Guida	Raccomandazioni di investimento	Versione Ottobre 2017
---	-------------	---------------------------------	--------------------------

SEZIONE 3 – CONDIZIONI E CIRCOSTANZE IN PRESENZA DELLE QUALI LA CONSOB PUO' RICHIEDERE LA PUBBLICAZIONE DELLE RACCOMANDAZIONI DI INVESTIMENTO

3.1 La finalità di garantire la corretta informazione del pubblico

- 3.1.1 La disciplina MAR prevede che le autorità competenti, per adempiere ai compiti loro assegnati da detto regolamento, dispongano, conformemente al diritto nazionale, di alcuni poteri di controllo e di indagine [[articolo 23 MAR](#)].

- 3.1.2 Tra detti poteri MAR prevede la facoltà di adottare tutte le misure necessarie a garantire che il pubblico sia correttamente informato [[articolo 23\(2\)\(m\) MAR](#)].

- 3.1.3 Al riguardo, con riferimento alle informazioni concernenti le raccomandazioni di investimento, l'art. [69-novies del RE](#) attribuisce alla Consob il potere di richiedere la pubblicazione di dette raccomandazioni.

- 3.1.4 Tale potere ha, quindi, la finalità di garantire una corretta informazione del pubblico in merito al contenuto delle raccomandazioni d'investimento, riferite a un emittente o ad uno strumento finanziario, qualora si ritenga che le informazioni diffuse sul mercato relative ad una raccomandazione possano essere tali da compromettere, appunto, la corretta informazione del pubblico, ovvero possano addirittura delineare, nei casi più critici, un quadro informativo falso o fuorviante.

- 3.1.5 Al riguardo, a titolo esemplificativo, può verificarsi che vengano diffusi – tramite mezzi di comunicazione quali agenzie di stampa, pubblicazione di articoli su siti internet o da parte di organi di stampa, etc. - dati e/o informazioni non corrette relative ad una raccomandazione di investimento (e.g. *target price*, consiglio operativo, fattori alla base della valutazione), o anche che vengano diffusi soltanto elementi parziali in merito alla raccomandazione stessa.

- 3.1.6 Dette circostanze possono quindi essere valutate, nell'ambito dell'attività di vigilanza della Consob, tali da determinare il rischio che il pubblico possa non essere correttamente informato, in merito ai contenuti della raccomandazione di investimento.

- 3.1.7 Peraltro, la presenza di informazioni non corrette o parziali può ingenerare un anomalo andamento delle quotazioni e/o delle negoziazioni dei titoli oggetto delle stesse. In tali circostanze, pertanto, la richiesta di pubblicazione di una raccomandazione da parte della Consob ha lo scopo di ripristinare la corretta informazione del pubblico, rimuovendo eventuali elementi distorsivi che, come detto, possono anche avere un impatto sui prezzi e/o sui volumi di negoziazione degli strumenti finanziari oggetto della stessa.


 CONSOB <small>COMMISSIONE NAZIONALE PER LE SOCIETÀ E LA BORSA</small>	Linee Guida	<i>Raccomandazioni di investimento</i>	Versione Ottobre 2017
--	-------------	--	--------------------------

3.2 La richiesta di pubblicazione delle raccomandazioni di investimento da parte della Consob

- 3.2.1  Con riguardo al potere della Consob di richiedere la pubblicazione delle raccomandazioni di investimento, previsto dall'art. 69-*novies* del RE, appare utile ed opportuno delineare in maniera più puntuale e precisa le condizioni in presenza delle quali la Consob può esercitare la propria attività di vigilanza, al fine di individuare più specificamente e circostanziare meglio le situazioni in cui vi è un concreto rischio di una non corretta informazione del pubblico, che giustifica, quindi, l'intervento della Consob.
- 3.2.2 La precedente formulazione dell'art. 69-*novies*, comma 2, del RE prevedeva che la Consob potesse esercitare la propria attività di vigilanza, che si concretizza nella richiesta di pubblicazione di una raccomandazione di investimento, qualora sussistessero congiuntamente le seguenti condizioni:
- a) presenza di notizie sui contenuti di una raccomandazione di investimento;
 - 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) la raccomandazione sia stata già diffusa.
- 3.2.3 Al riguardo, si ritiene che dette condizioni siano tuttora valide ai fini dell'individuazione dei casi concreti in cui vi sia il rischio di una non corretta informazione del pubblico. Tuttavia, poiché tali condizioni definiscono delle *policies* di vigilanza della Consob, si reputa che esse possano più appropriatamente essere descritte all'interno delle presenti Linee Guida, piuttosto che all'interno dello stesso RE.
- 3.2.4  Appare in primo luogo opportuno chiarire maggiormente le circostanze in cui sussiste la condizione di cui al punto a) (cfr. sopra p.to 3.2.2), al fine di evitare che l'intervento di vigilanza finalizzato alla richiesta di pubblicazione possa riguardare anche situazioni in cui vengano diffuse solo alcune informazioni in merito alla raccomandazione – quali la corretta indicazione del target price e/o del giudizio operativo – che di per sé non appaiono idonee a generare una non corretta informazione del pubblico, ovvero informazioni estremamente generiche, anch'esse non idonee a produrre un quadro informativo non corretto o distorto.
- 3.2.5  L'individuazione di tali circostanze, peraltro, consentendo di focalizzare le richieste di pubblicazione delle raccomandazioni di investimento sui soli casi rilevanti, dovrebbe favorire anche il contemperamento dell'esigenza di garantire la corretta informazione del pubblico con l'interesse dell'intermediario a non vedere ridotto, a seguito della pubblicazione, il valore economico della raccomandazione stessa, in quanto servizio offerto alla propria clientela.

 CONSOB <small>COMMISSIONE NAZIONALE PER LE SOCIETÀ E LA BORSA</small>	Linee Guida	<i>Raccomandazioni di investimento</i>	Versione Ottobre 2017
--	-------------	--	--------------------------

3.2.6 Si ritiene, pertanto, che la condizione di cui al punto a) (cfr. sopra p.to 3.2.2.) sussista nei casi in cui siano diffuse sul mercato informazioni sui contenuti di una raccomandazione di investimento attraverso varie possibili modalità (e.g. agenzie di stampa, articoli pubblicati su siti internet o diffusi da organi di stampa, blog, etc.) e siano in essere le seguenti ulteriori circostanze, che saranno oggetto di valutazione da parte della Consob nell’ambito della propria attività di vigilanza:



- i) le informazioni sui contenuti della raccomandazione di investimento siano le uniche rilevanti, diffuse nella giornata, sull’emittente o sullo strumento finanziario oggetto della raccomandazione;
- ii) le informazioni sui contenuti della raccomandazione siano sufficientemente specifiche e non riportino solo elementi quali il *target price* e/o il consiglio operativo, ovvero siano presenti agenzie di stampa, notizie, etc. che ricollegano la rilevante variazione del prezzo e/o dei volumi di negoziazione del titolo, oggetto della raccomandazione, alla diffusione della raccomandazione stessa;
- iii) il quadro informativo riferito ai contenuti della raccomandazione di investimento non possa ritenersi corretto, e.g. in quanto sono diffuse informazioni errate o non veritiere in merito alla stessa, ovvero siano diffuse informazioni parziali su elementi fondamentali della raccomandazione stessa (quali i fattori che incidono sulla valutazione in essa espressa) e il pubblico non disponga, di conseguenza, di un quadro informativo completo e corretto.

3.2.7 In secondo luogo, con riferimento alla condizione di cui al punto b) sopra, la presenza di una “sensibile variazione” del prezzo di mercato e/o del volume degli strumenti finanziari oggetto della raccomandazione d’investimento è valutata dalla Consob tenendo conto dei contestuali indicatori di mercato: in particolare, l’andamento del mercato borsistico e/o del settore di riferimento di detti titoli.



3.2.8 Sulla base di tale approccio, pertanto, può non essere considerata come “sensibile variazione” la circostanza in cui si verifichi un forte rialzo o ribasso del titolo, ma che sia in linea con gli indici di borsa e/o settoriali, mentre può rientrare in tale fattispecie una situazione in cui vi sia una variazione dei titoli più contenuta ma in controtendenza rispetto al mercato e/o al settore di riferimento.



SEZIONE 4 – GLOSSARIO ED ELENCO ATTI NORMATIVI EUROPEI

4.1 Glossario

Emittente	Soggetto di cui all'articolo 3(1)21 MAR e all'articolo 17(1) MAR
ESMA	European Securities and Markets Authority
Esperto	Soggetto di cui all'articolo 1(a) del Regolamento Delegato (UE) n. 958/2016 della Commissione Europea
MAR	Regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 16 aprile 2014
Raccomandazione di investimento	Informazione di cui all'articolo 3(1)35 e all'articolo 3(1)34 MAR
RD 2016/958	Regolamento Delegato (UE) 958/2016 della Commissione Europea
Regolamento Emittenti (RE)	Regolamento Consob n. 11971/99
Q&A ESMA	Indicazioni fornite dall'ESMA in esito a quesiti posti da autorità nazionali o da partecipanti al mercato. Le indicazioni hanno il fine di assicurare una omogenea applicazione della disciplina da parte delle autorità nazionali e sono raccolte in una specifica pubblicazione continuamente aggiornata
Strumento finanziario	Strumento finanziario quale definito dall'articolo 3(1)1 MAR
TUF	Decreto Legislativo n. 58/1998

4.2 Atti normativi europei

4.2.1 Gli atti di seguito indicati sono disponibili sul sito internet della Consob, all'indirizzo:
<http://www.consob.it/web/area-pubblica/abusi-di-mercato>

Tabella di riepilogo delle misure di Livello 2 del regolamento (UE) n. 598/2014

MAR ARTICOLO [ARTICOLO DELEGA]	OGGETTO	MISURE DI LIVELLO 2
20(1) [20(3)]	Raccomandazioni di investimento <i>Corretta presentazione delle raccomandazioni di investimento e comunicazione di interessi particolari o segnalazione di conflitti di interesse.</i>	Regolamento Delegato (UE) 958/2016 della Commissione Europea
20(1) [20(3)]	Raccomandazioni di investimento <i>Corretta presentazione delle raccomandazioni di investimento e comunicazione di interessi particolari o</i>	Regolamento Delegato (UE) 958/2016 della Commissione Europea - Rettifica dell'art. 6,

 CONSOB <small>COMMISSIONE NAZIONALE PER LE SOCIETÀ E LA BORSA</small>	Linee Guida	<i>Raccomandazioni di investimento</i>	Versione Ottobre 2017
--	-------------	--	--------------------------

MAR ARTICOLO [ARTICOLO DELEGA]	OGGETTO	MISURE DI LIVELLO 2
	<i>segnalazione di conflitti di interesse.</i>	paragrafo 1, lettera b).

4.3 Q&A ESMA

4.3.1 Le Q&A prodotte dell'ESMA sono raccolte in un documento che viene aggiornato in occasione di ogni nuova Q&A

Questions and Answers on the Market Abuse Regulation	ESMA 70-145-111 (Versione 8) Aggiornamento del 29 settembre 2017
---	--