

Spettabile
CONSOB
Divisione Strategie Regolamentari
Via G.B. Martini, 3
000198 ROMA

Milano, 9 giugno 2017

Oggetto: Guida Operativa "Raccomandazioni di investimento"

Ci preghiamo sottoporVi alcuni commenti e considerazioni in relazione alla consultazione in oggetto.

Cogliamo l'occasione per porgere i migliori saluti.

Il Presidente

Alberto Borgia



Allegato.

AIAF - Associazione Italiana degli Analisti e dei Consulenti Finanziari

Guida Operativa "Raccomandazioni di Investimento"

Risposta alla consultazione

Preso visione della Guida Operativa "Raccomandazioni di Investimento", portata all'attenzione del mercato lo scorso 6 aprile, AIAF (Associazione degli Analisti e dei Consulenti Finanziari) desidera sottoporre alla Commissione alcune osservazioni.

L'Associazione apprezza innanzitutto l'iniziativa dell'Autorità di offrire attraverso le Guide Operative (GO) una chiave interpretativa unitaria e sistematica di vari strumenti normativi provenienti da fonti diverse, nonché di fornire indicazioni di dettaglio utili ad una più puntuale attuazione della disciplina europea.

AIAF ritiene altresì molto utile che la Commissione continui a proporre momenti di confronto con gli operatori di mercato e con le associazioni, finalizzati ad appianare sia eventuali dubbi interpretativi, che difficoltà e problemi che possano sorgere in fase applicativa.

In quest'ottica di collaborazione tra mercato e Autorità, seguono alcuni commenti puntuali a quanto contenuto nella GO.

- Con riferimento innanzitutto all'ambito di applicazione della disciplina di MAR (Paragrafo 2.3), **appaiono sicuramente apprezzabili le precisazioni al punto 2.3.5**, che permettono di escludere dal novero della ricerca in materia di investimenti *"... le valutazioni su variabili macroeconomiche, materie prime o settori industriali ... purché [come peraltro avviene nelle generalità dei casi, ndr.] dette informazioni non contengano elementi che possano portare un investitore ragionevole a dedurre che esse possano raccomandare o consigliare una strategia di investimento in relazione a strumenti finanziari e/o emittenti"*.

Permane tuttavia ad avviso di AIAF **un'area "grigia" rappresentata dalla ricerca cd. "fixed income" su emittenti sovrani** (di seguito, FI) che, pur presentando caratteristiche che in parte consentono di assimilarla alla ricerca macroeconomica (i.e.: analisi di contesto economico, aspettative di inflazione, orientamenti della politica monetaria e fiscale, etc. ...), spesso contiene anche raccomandazioni (implicite o esplicite) su strumenti finanziari (i titoli di stato). Appare analogo il caso degli studi contenenti, ad esempio, raccomandazioni su indici settoriali, derivati su tassi, derivati su *commodity*, etc..

L'Associazione auspica che l'Autorità voglia offrire agli operatori qualche indicazione anche sotto questo profilo, in modo da **chiarire in via definitiva** se (e eventualmente con quali modalità) **gli obblighi fissati da MAR in tema di *fair presentation* e conflitti di interesse si applichino anche alle ricerche di cui al precedente paragrafo.**

- Meriterebbe inoltre attenzione, a parere di AIAF, **la figura del cd. “esperto”**, che il Regolamento Delegato 2016/958 definisce (art. 1) in termini estremamente ampi come persona che: “a) si presenta come dotato di competenza o esperienza in materia finanziaria; b) che presenta la raccomandazione in modo tale da indurre gli altri a ritenere ragionevolmente che possieda competenza o esperienza in materia finanziaria”.

Una corretta e puntuale comprensione di **quali soggetti possano e debbano essere identificati come “esperti”** (e a quali condizioni) **appare di importanza fondamentale, considerando che a chi è riconosciuto come tale incombe il rispetto degli obblighi** (che potrebbero rivelarsi piuttosto gravosi nel caso di una persona fisica) **dettati da MAR in materia di *fair presentation* e conflitti di interesse.**

Sempre con riferimento agli “esperti” AIAF desidera proporre alla Commissione una ulteriore osservazione, pur nella consapevolezza che il tema trascende gli scopi della GO in commento.

L’equiparazione di fatto realizzata da MAR tra gli analisti o consulenti finanziari e le persone fisiche che, ad esempio, scrivono su *blog* e *social network*, magari con scarsa competenza finanziaria di base, **rischia ad avviso di AIAF di generare grave confusione, a tutto svantaggio di chi è meno attrezzato a giudicare della “qualità” della ricerca** (ad es., gli investitori *retail*). Una ricerca “di qualità” richiede infatti una formazione finanziaria adeguata, costruita con anni di studio e di preparazione.

Sebbene AIAF comprenda l’intento del regolatore di voler incrementare gli oneri per scoraggiare l’attività di chi non è qualificato ad emettere raccomandazioni di investimento, **il risultato è, in realtà, quello di confondere professionalità e competenze.** Risulta peraltro difficile comprendere come, considerata la varietà dei canali di comunicazione a disposizione dei cd. “esperti”, potrà essere puntualmente monitorato del rispetto degli oneri fissati da MAR.

- Con riferimento infine alla Richiesta di pubblicazione delle raccomandazioni di investimento (Paragrafo 3.2) l’AIAF apprezza anzitutto la cautela ed il senso della misura con i quali la CONSOB ha esercitato tale facoltà nel corso degli ultimi anni. Ritiene inoltre che la cospicua, e non sempre affidabile, diffusione di informazione finanziaria on line ad opera dei cosiddetti “esperti” aumenti in modo esponenziale il rischio che, a partire da una ricerca correttamente elaborata da un analista e pubblicata da un intermediario, possa successivamente scaturire un quadro informativo incompleto, o addirittura falso e fuorviante, qualora essa venisse ripresa in modo parziale e non bilanciato, al mero scopo di creare attenzione di breve termine su un titolo. Ciò potrebbe costringere la CONSOB ad intervenire e richiedere la pubblicazione della raccomandazione originale, onde ristabilire la corretta informazione del pubblico. In tale fattispecie, tutt’altro che teorica, è evidente che la parte danneggiata, ancorché incolpevole, sarebbe l’analista che ha redatto la pubblicazione, e l’intermediario che l’ha distribuita.

Sempre con riferimento alla richiesta di pubblicazione delle raccomandazioni, l'AIAF ritiene altresì opportuno evidenziare la particolare fattispecie degli IPO report, dei quali la CONSOB può richiedere la pubblicazione (pur in assenza, ovviamente, di prezzi e volumi di scambio sulla società oggetto dell'IPO report), in presenza di fughe di notizie, o divulgazioni parziali e/o fuorvianti sui media, o sui social network. In tale situazione, il danno per l'analista finanziario (impegnato nella fase di *Investors' education*) e per l'intermediario (impegnato nella fase di *book building*) riteniamo sia ancora maggiore del caso precedente. Inoltre, poiché tali IPO report sono destinati esclusivamente ad investitori istituzionali (essendo invece il Prospetto informativo la fonte di informazione destinata al segmento *retail* in caso di IPO), ne scaturirebbe un'ulteriore distorsione nella diffusione delle fonti.

Auspichiamo quindi che la CONSOB adotti adeguati presidi per prevenire, e se del caso, sanzionare eventuali responsabilità in tali circostanze.