

COMMISSIONE NAZIONALE PER LE SOCIETA' E LA BORSA

Modalità di diffusione di studi e statistiche concernenti emittenti strumenti finanziari. (Comunicazione n. DME/1029755).

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, esercitando, non solo per i loro contenuti ma anche per il mero fatto di essere prodotti, un'influenza significativa sull'andamento del mercato.

Al fine di valorizzare la funzione degli studi e di tutelare l'integrità del mercato e' 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.

Tale influenza può derivare in particolare dall'esistenza di relazioni di natura strategica, contrattuale o operativa tra il gruppo cui appartiene il soggetto che diffonde lo studio e la società emittente e il gruppo cui essa appartiene, tra le quali possono assumere rilevanza i legami partecipativi o di controllo e la prestazione di servizi di primary market, ma anche, in particolari situazioni, l'esistenza di rapporti di credito e di posizioni direzionali aperte sui titoli dell'emittente.

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 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, e' stato previsto che l'avvertenza nella quale e' 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 riportare altresì le ragioni e l'estensione di tali interessi.

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 (di seguito studi) che, per il loro contenuto analitico e/o per la novità delle indicazioni contenute (con riferimento a precedenti consigli forniti o al sentiment del mercato) contengono elementi sufficienti per fondare decisioni di investimento.

Nell'indicare le ragioni e l'estensione degli specifici interessi dei soggetti che diffondono studi, ai sensi della 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.

Si ritiene pertanto necessario che, al fine di adempiere a quanto stabilito nella citata lettera c), siano valutate le seguenti situazioni, prendendo a riferimento 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):

- 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) resi all'emittente;
- l'esistenza di obblighi di diffusione dello studio derivanti da disposizioni contrattuali (ad esempio previsti dal ruolo di sponsor);
- l'emissione di strumenti finanziari collegati ai titoli dell'emittente.

Dovranno peraltro essere valutate tutte le altre eventuali situazioni che, nel caso specifico, sono potenzialmente in grado di condizionare l'indipendenza e l'imparzialità dello studio.

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.

Indipendenza e correttezza degli analisti finanziari Si raccomanda che i soggetti che diffondono studi adottino procedure interne idonee a garantire l'indipendenza degli analisti finanziari 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 inoltre che la diffusione degli studi avvenga secondo modalità e tempi omogenei e tendenzialmente costanti 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.

Si raccomanda inoltre che le modalità e i tempi di diffusione siano tali da limitare la loro influenza sul processo di formazione dei prezzi.

Trasparenza sulla continuità della copertura e sulla serie di giudizi espressi Si raccomanda di indicare se si intende garantire continuità nella copertura dei titoli oggetto dello studio, specificando la frequenza degli aggiornamenti, che dovrebbe comunque tener conto della tempistica dell'informativa contabile periodica e di ogni altro evento eccezionale che si verifichi nella sfera di attività dell'emittente.

In ogni caso, dovrebbero essere comunicati eventuali mutamenti della politica di copertura annunciata.

Si raccomanda inoltre 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.

IL PRESIDENTE: Spaventa

(1) La Consob, con la raccomandazione 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".