



ASSOGESTIONI

associazione del risparmio gestito

Roma, 7 giugno 2017

Spettabile
CONSOB
Divisione Strategie
Regolamentari
Via G.B. Martini, 3
00198 Roma

Prot. n. 147/17

Anticipata per il tramite del SIPE

Risposta al documento di consultazione concernente <<Proposta di adozione di due comunicazioni recanti l'adozione delle Guide Operative "Gestione delle informazioni privilegiate" e "Raccomandazioni di investimento">>

Premessa. Nel rispondere all'invito di codesta spettabile Autorità di vigilanza a formulare osservazioni al documento di consultazione in oggetto, Assogestioni intende ringraziare per l'opportunità offerta.

In linea generale, si esprime apprezzamento in ordine all'obiettivo sotteso al presente documento di consultazione, funzionale ad offrire agli operatori adeguati strumenti che consentano di ricostruire il quadro normativo vigente, articolato su più livelli e una pluralità di atti, e, al contempo, proporre chiarimenti applicativi sulle corrette modalità di adempimento degli obblighi imposti dalla disciplina di riferimento.

Le Guide poste in consultazione, infatti, si pongono quale utile ausilio nella sistematizzazione degli obblighi previsti dalla normativa europea e dalla disciplina nazionale.

Fermo restando quanto sopra, le considerazioni che seguono intendono richiamare l'attenzione dell'Autorità su taluni aspetti legati alla implementazione delle indicazioni oggetto delle Guide, di più diretto interesse per le società di gestione del risparmio.

1. Guide operative e Linee Guida delle associazioni di categoria. Lo strumento della Guida operativa, seppur costituisca, come sopra sottolineato, un ausilio per gli operatori nella ricostruzione del diritto vigente e ne agevoli, al contempo, la concreta applicazione, solleva dei dubbi di corretto inquadramento sistematico,



specie in relazione allo strumento delle Linee-guida definite dalle Associazioni di categoria, alle quali la stessa Consob ha attribuito il ruolo di fornire agli operatori criteri e *standard* utili alla pratica risoluzione di problematiche applicative in senso conforme alla disciplina di riferimento. E infatti, i comportamenti operativi, ove conformi con le soluzioni applicative preventivamente validate, saranno considerati in linea con il quadro normativo vigente (*safe-harbour*).

In ragione di ciò si auspica che le indicazioni della Consob esauriscano la loro portata a livello di principi fondamentali, riempiti di contenuto nella loro applicazione pratica grazie alle richiamate Linee Guida dell'Associazione, da attuarsi nel rispetto del principio di proporzionalità (specificamente richiamato nella Guida operativa sulla gestione delle informazioni privilegiate, par. 1.3.3).

In tale senso, del resto, parrebbe leggersi quanto precisato dalla stessa Autorità nella Guida operativa sulla gestione delle informazioni privilegiate, laddove, nell'ambito della paragrafo 1.3 dedicato all'individuazione delle Finalità, precisa che le indicazioni contenute nella Guida investono le procedure organizzative dell'emittente e "*non escludono che altri criteri o rimedi organizzativi possano consentire all'emittente di rispondere in modo appropriato*"; sul punto parrebbe altresì utile una specificazione nel testo - in linea con quanto anticipato dalla Consob nel corso degli incontri dedicati - circa l'assenza di un valore precettivo in senso stretto della Guida operativa e dunque di possibili sanzioni in caso di mancata attuazione, fermo restando il potere dell'Autorità di acquisire informazioni sulle diverse misure adottate dall'emittente per conformarsi alla disciplina normativa vincolante.

Le osservazioni di cui sopra, in definitiva, sono riconducibili all'obiettivo di fondo - che si ritiene di evidenziare ancora - per cui le Guide non debbano risolversi in un'indebita ingerenza nell'operatività del gestore (suggerendo ad esempio rimedi procedurali non previsti dalla normativa, come l'istituzione della *RIL*, su cui si tornerà *infra*) bensì esprimere quel valore di indicazioni di principio, prima sottolineato, rispetto alle indicazioni di maggior dettaglio che si assume possano invece essere utilmente fornite attraverso le Linee Guida delle associazioni di categoria.

2. Guida operativa concernente "Gestione delle informazioni privilegiate". Con specifico riguardo alla Guida operativa in questione, si chiede di meglio definire l'ambito di applicazione delle indicazioni ivi contenute.

Innanzitutto, al fine di circoscrivere in termini più rigorosi i destinatari delle relative previsioni, si chiede di chiarire come debba interpretarsi la locuzione "principalmente" utilizzata al paragrafo 1.1.1.

Inoltre, sempre in materia di applicabilità delle indicazioni contenute nella Guida



operativa in questione, si chiede di chiarire se le stesse concernono anche i fondi quotati, chiusi o aperti. Siffatto chiarimento risulta necessario anche rispetto a quanto precisato nell'ambito del documento di consultazione, secondo cui i contenuti delle Guide operative sostituiscono le precedenti indicazioni fornite dalla Comunicazione Consob n. DME/602705443 del 28 marzo 2006, la quale conteneva, tra le altre, un'apposita Sezione relativa ai fondi chiusi quotati. A tal riguardo ci si chiede infatti se, in relazione ai profili della suddetta Comunicazione, specie laddove non richiamati espressamente nell'ambito delle Guide operative, debbano continuare a valere le indicazioni contenute nella suindicata Comunicazione o, diversamente, le Guide operative sostituiscono integralmente i contenuti della medesima Comunicazione.

In relazione alla Guida in oggetto, inoltre, preme evidenziare taluni aspetti che, ad avviso di codesta Associazione, meriterebbero una maggiore precisazione:

- i) Funzione deputata alla gestione delle informazioni privilegiate: con riguardo alle soluzioni proposte relativamente al posizionamento organizzativo della FGIP, preme rilevare anzitutto una marcata differenza di inquadramento tra le ipotesi in cui la FGIP è attribuita a una figura apicale come, ad esempio, l'amministratore delegato, il direttore generale ovvero il Responsabile degli affari Legali o Societari o qualora la stessa sia incardinata in un'unità organizzativa direzionale e l'ipotesi in cui la FGIP sia invece costituita in forma di unità organizzativa autonoma (tenuto conto della indipendenza, sul piano gerarchico, che viene riconosciuta a tale funzione). Di qui, dunque, ci si chiede se nell'attività di implementazione di tali indicazioni, l'emittente possa optare di attribuire a due strutture congiuntamente la medesima Funzione.
- ii) Mappatura dei flussi di informazioni privilegiate: pur comprendendo che l'attività di mappatura dei flussi di informazioni rilevanti risulti funzionale alla facile individuazione delle specifiche informazioni rilevanti, si ritiene che la stessa non debba tradursi in un'eccessiva anticipazione rispetto quanto effettivamente richiesto dalla disciplina MAR e, nella specie, dall'art. 17 il quale richiede di pubblicare le informazioni privilegiate "quanto prima possibile" e non "in tempo reale", come sembrerebbe suggerire la Guida.

Sempre in relazione alla mappatura dei flussi di informazioni rilevanti, si chiede di meglio rappresentare le matrici proposte in via esemplificativa nell'ambito della Guida Operativa. Di qui, dunque, tra l'altro, ci si chiede se, nell'ambito della Matrice A, debbano essere indicati anche i nomi dei singoli componenti delle FOCIP e se gli stessi debbano aggiornarsi ad ogni ingresso/uscita di personale; parimenti si evidenzia l'opportunità di meglio rappresentare le matrici RACI (inserendo anche una legenda rispetto alle indicazioni fornite nella Tabella della Matrice B).

- iii) Relevant Information List: Ai sensi di quanto proposto al par. 3.3.



l'emittente è tenuto, a cura della FGIP, ad istituire e aggiornare un registro con le specifiche informazioni rilevanti (RIL). Preme evidenziare che l'istituzione di tale registro rappresenta un adempimento ulteriore e non espressamente previsto dalla disciplina MAR, peraltro, di non agevole implementazione da parte degli emittenti. Ci si chiede pertanto se l'emittente, anche in relazione alla propria situazione organizzativa concreta, possa valutare l'opportunità di non adottare, quale misura preventiva, il suddetto registro (specie se tale adempimento non è previsto in altri paesi europei), il quale avrebbe l'effetto di anticipare l'*insider list*, ma che, rispetto a quest'ultimo, non si rileva esaustivo in quanto necessita di essere modificato con l'indicazione delle persone che hanno effettivamente accesso all'informazione privilegiata. Ad ogni modo, nella Guida vi sono dei passaggi sul tema che potrebbero essere meglio chiariti, ad esempio laddove si precisa che *“se ad esito della fase 7 l'informazione non viene ritenuta privilegiata, l'informazione continua ad essere trattata come informazione rilevante per essere di conseguenza pubblicata secondo la disciplina generale”*;

- iv) Insider List: a tal riguardo, (a) si avanza innanzitutto una richiesta di chiarimento rispetto a quanto indicato in via preliminare nel par. 5.2.2., laddove si precisa che *“inizialmente tali persone sono individuate sulla base della mappatura e della RIL”*: si desume dunque che l'*insider list* debba essere popolata prima della individuazione della informazione privilegiata con i nominativi della mappatura e della RIL e poi modificata (aggiungendo o togliendo persone) sulla base delle informazioni reali, con aggravio di oneri per l'emittente (in linea con quanto sopra già evidenziato); (b) rispetto a quanto indicato nel par. 5.2.9., ovvero sia in relazione alla presa d'atto da parte delle persone inserite nell'*insider list* degli obblighi giuridici e regolamentari informazioni privilegiate e di comunicazione illecita di informazioni privilegiate, ci si chiede se, a tali fini, possa ritenersi efficace e sufficiente una specifica informativa approntata dall'emittente la quale sintetizzi la normativa rilevante e gli obblighi e sanzioni a carico delle persone inserite nell'*insider list*;
- v) Ritardo nella pubblicazione dell'informazione privilegiata: con specifico riferimento alla gestione di FIA immobiliari, non sempre è possibile individuare, nel concreto, le situazioni che, in presenza di informazioni privilegiate, potrebbero indurre la Società di Gestione del Risparmio a ritardarne la comunicazione al pubblico. Ciò accade, ad esempio, nelle compravendite immobiliari, trattandosi, spesso di fattispecie a formazione progressiva, anche in considerazione della natura delle offerte e degli accordi sottostanti all'operazione di compravendita. Si chiede, pertanto, di poter fornire, qualora possibile, degli esempi concreti in relazione alle circostanze che generano il ritardo (i.e. interesse legittimo);
- vi) Passaggio da RIL a informazione privilegiata: in aggiunta a quanto appena



evidenziato sub (v), con riferimento alla gestione di FIA immobiliari appare opportuno evidenziare come il più delle volte risulta difficile poter “rilevare” il momento esatto in cui l’informazione rilevante assuma natura privilegiata. Si pensi, ad esempio, alla complessità dei passaggi che caratterizzano le compravendite immobiliari: dalla stipula dei preliminari, alle puntuazioni, alla presenza di offerte vincolanti o meno. L’oggettiva incertezza connessa alle trattative, peraltro, non favorisce tale processo. Alla luce di ciò, si chiede, pertanto, di fornire degli orientamenti, anche attraverso Linee guida aggiuntive da parte dell’Associazione di categoria, al fine di supportare le Società nelle relative valutazioni.

3. Guida operativa concernente “Raccomandazioni di investimento”. Con specifico riguardo alla Guida Operativa concernente “Raccomandazioni di investimento”, opportuni chiarimenti si rilevano necessari in relazione alla corretta definizione dell’ambito di applicazione. E infatti, secondo la definizione offerta da MAR, sono riconducibili alla fattispecie di “raccomandazioni di investimento”, 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 a uno o più emittenti strumenti finanziari, compresi pareri sul valore o sul prezzo presenti o futuri di tali strumenti.

A tal riguardo, dubbi interpretativi-applicativi si pongono in relazione all’utilizzo della locuzione “implicitamente” e, nello specifico, con riguardo alle fattispecie che integrino siffatta definizione e, pertanto, costituiscano raccomandazioni di investimento.

Per quanto di più specifico interesse, si chiede di confermare che un’intervista rilasciata da un gestore nella quale viene riportata una descrizione di titoli o di emittenti in cui il fondo investe, accompagnata da eventuali motivazioni economiche supportate da dati pubblici, non costituisce, anche implicitamente, una raccomandazione di investimento. Si tratta, più nello specifico, della descrizione della strategia di investimento perseguita dal gestore, il cui interesse non è quello di fornire raccomandazioni d’investimento.

Al di là dei contenuti dell’intervista – pur rilevanti per la eventuale riconduzione alla nozione di raccomandazione – si chiede di assegnare rilievo (ed eventualmente di fornire a tal riguardo una precisazione nel testo della Guida) alle *finalità* dell’intervista stessa, come di ulteriori manifestazioni analoghe, che possono essere individuate nella semplice ricognizione delle attività già realizzate dal gestore, non potendosi dunque ravvisare i tratti tipici della raccomandazione intesa come “induzione” alla realizzazione di un nuovo investimento. In tal senso, avendo riguardo all’approccio del legislatore europeo, si percepisce che il fenomeno viene regolamentato in via principale per analisti finanziari, giornalisti etc., ovvero professionisti la cui attività principale possa concretizzarsi, ad esempio, nella elaborazione di statistiche utili alla selezione degli investimenti più confacenti al profilo del risparmiatore che ne è destinatario (v. in particolare l’art. 20 del Regolamento UE n. 596/2014, rubricato peraltro “*Raccomandazioni di investimento*”).



e statistiche"); tali caratteri sarebbero per converso assenti nella fattispecie sottoposta all'attenzione dell'Autorità.

Parimenti, nella medesima prospettiva, si chiede di confermare che anche le newsletter inviate dai gestori ai sottoscrittori non costituiscano in nessun caso raccomandazioni di investimento ai sensi della definizione offerta da MAR.

La peculiare rilevanza delle precisazioni richieste va apprezzata anche in relazione alla prassi seguita dai gestori che operano in ambito europeo ed internazionale, onde evitare eventuali disparità di trattamento (in senso deteriore) per i gestori italiani, con conseguenti svantaggi sul piano concorrenziale.

A tal fini, analogamente a quanto già operato per altre fattispecie (quali, tra le altre, quella concernente le informazioni che esprimono valutazioni su variabili macroeconomiche, materie prime o settori industriali), si chiede di esplicitare nel par. 2.3 della Guida operativa in oggetto, in materia di ambito di applicazione, che le fattispecie sopra illustrate non rientrano nella categoria di raccomandazione di investimento.

Nel rimanere a disposizione per ogni ulteriore chiarimento si renda necessario, si inviano i migliori saluti.

Il Direttore Generale