

Quando la Consob scavalca la Costituzione

L'Autorità impone agli intermediari la pubblicazione su internet delle ricerche finanziarie prodotte. Come previsto dal Testo unico della finanza e dal Regolamento emittenti. Ma così impedisce agli autori di mettere a frutto il loro lavoro. Come garantito dalla Carta

Gianluigi Gugliotta

*segretario generale Assosim**

Le richieste della Consob di pubblicazione di ricerche prodotte o distribuite da intermediari, privando questi di ogni ulteriore possibilità di sfruttamento economico di un'opera del loro ingegno, sono qualificabili quali provvedimenti di espropriazione di beni privati.

Si possono al riguardo distinguere due fattispecie:

- a) le richieste di pubblicazione di ricerche Pre-Ipo, adottate dalla Consob ai sensi del combinato disposto degli artt. 97, comma 1, e 114, comma 5, Tuf; e
- b) le richieste di pubblicazione di ricerche diverse dalle ricerche Pre-Ipo, adottate invece ai sensi dell'art. 69^{novies}, comma 2, del Regolamento Emittenti della Consob (nel prosieguo Re).

In relazione a entrambe tali fattispecie si ritiene di poter sostenere che i provvedimenti a oggi adottati dalla Consob violino il disposto dell'art. 42, comma 3, Cost., quantomeno in relazione alla mancata corresponsione al proprietario della ricerca di un equo indennizzo per l'ablazione subita. Come argomentato di seguito, si ha altresì motivo di ritenere che tali provvedimenti possano difettare in concreto della motivazione stessa a fronte della quale un tale potere di esproprio è riconosciuto dalla citata norma costituzionale e, per quel che riguarda in particolare le richieste di pubblicazione di ricerche diverse dalle ricerche Pre-Ipo, violare altresì il principio della riserva di legge da questa norma stessa sancito.

1. Interesse generale

A giudizio della Consob, le richieste di pubblicazione di ricerche Pre-Ipo e di ricerche diverse dalle ricerche Pre-Ipo sono volte a ristabilire condizioni di parità informativa sul mercato in presenza di (non meglio qualificate) "notizie" sulla divulgazione delle stesse.

In effetti, una tale motivazione ben potrebbe, quantomeno in linea di principio, costituire una valida giustificazione, in termini di pubblica utilità, di provvedimenti di esproprio di beni privati. Pur tuttavia, quantomeno per quel che riguarda le ricerche diverse dalle ricerche Pre-Ipo, un'attenta analisi dei presupposti stessi in presenza dei quali la Consob è legittimata a intervenire - ovvero sia la richiamata presenza di notizie in relazione alla pubblicazione di una ricerca (V.



Financial Community Hub

www.fchub.it

info@fchub.it

art. 69-*novies*, comma 2, lett. a), Re) - inducono a ritenere che una tale esigenza potrebbe non necessariamente porsi in concreto.

Normalmente, infatti, la mera notizia della pubblicazione di una ricerca è, già di per sé, sufficiente a ristabilire quella parità informativa che l’Autorità vorrebbe, invece, perseguire con la pubblicazione della ricerca. Nella maggior parte dei casi è possibile osservare un sensibile impatto sul corso dei titoli oggetto della ricerca già alla mera divulgazione della notizia della diffusione della stessa, soprattutto se accompagnata da indicazioni sul *target price* “raccomandato” dall’analista finanziario. Ne consegue uno scarso, se non nullo, impatto (su prezzi e volumi di mercato) dalla successiva pubblicazione delle motivazioni che hanno indotto l’analista a emettere (o modificare) il suo giudizio sullo specifico strumento finanziario. Ciò, peraltro, è tanto più vero quanto maggiore è la reputazione dell’analista finanziario (o della casa) che ha prodotto la ricerca. A ulteriore riprova di quanto sopra, lo stesso art. 69-*novies*, comma 2, lett. b), Re subordina l’adozione del provvedimento di pubblicazione alla sensibile variazione, sul mercato, del prezzo dello strumento finanziario oggetto della ricerca.

In un tale contesto, l’opportunità di adottare provvedimenti di esproprio di ricerche finanziarie dovrebbe essere quanto meno valutata in un’ottica di proporzionalità, avendo cioè riguardo, da un lato, all’effettivo ulteriore impatto che potrebbe avere sul mercato la conoscenza delle giustificazioni addotte dagli analisti finanziari a sostegno dei loro giudizi e, dall’altro, all’esigenza di non disincentivare la produzione di ricerche a fronte del rischio di adozione, da parte della Consob, di provvedimenti di pubblicazione coattiva.

2. La riserva di legge

Come già rilevato, il potere della Consob di chiedere la pubblicazione di ricerche Pre-Ipo troverebbe legittimazione nella norma di legge primaria di cui al combinato disposto degli artt. 97, comma 1, e 114, comma 5, Tuf.

Quantomeno a giudizio della Consob, il potere che la stessa si è, invece, attribuita all’art. 69-*novies*, comma 2, Re in relazione alle ricerche diverse dalle ricerche Pre-Ipo troverebbe legittimazione, sempre a livello di legge primaria, nel disposto dell’art. 114, comma 9, Tuf, che (in realtà) attribuisce all’autorità stessa il mero potere di stabilire, con regolamento, le modalità di pubblicazione delle ricerche prodotte o diffuse da, tra gli altri, i cc.dd. soggetti abilitati. In altre parole, la Consob ritiene che il potere di chiedere la pubblicazione delle ricerche sia insito nel potere, ad essa attribuito dalla citata norma di legge, di stabilire le “modalità” di pubblicazione delle stesse.

Tale tesi non convince. Nei casi in cui il legislatore ha, infatti, voluto attribuire alla Consob un vero e proprio potere di imporre la pubblicazione di informazioni, non ha esitato a farlo espressamente. Un esempio evidente lo troviamo nello stesso art. 114 Tuf e, in particolare, nel disposto di cui al comma 5, dove è previsto che la Consob possa “*anche in via generale, richiedere agli emittenti [e] ai soggetti che li controllano [...] che siano resi pubblici, con le modalità da essa stabilite, notizie e documenti necessari per l’informazione del pubblico*”.



Potrebbe, in effetti, sostenersi che, in realtà, il fondamento legislativo del potere di cui all'art. 69-*novies* Re sia da ricercare proprio nel comma 5 dell'art. 114 Tuf –che abbiamo visto legittimare il potere della Consob di chiedere la pubblicazione delle ricerche Pre-Ipo- e non, dunque, nel successivo comma 9. Una tale interpretazione, tuttavia, legittimerebbe il “potere di esproprio” della Consob solo ed esclusivamente nei confronti degli emittenti, essendo, questi, gli unici soggetti espressamente contemplati dalla norma quali possibili destinatari di un tale potere. Abbiamo peraltro già visto come, al fine di chiedere la pubblicazione delle ricerche Pre-Ipo, la Consob debba appellarsi al disposto dell'art. 97, comma 1, Tuf, che, nell'ambito di operazioni di offerta al pubblico di strumenti finanziari, legittima l'autorità stessa a utilizzare il potere di cui al menzionato art. 114, comma 5, Tuf anche nei confronti degli intermediari incaricati del collocamento.

Coerentemente con tale ricostruzione, si ritiene di poter sostenere che l'art. 114, comma 9, Tuf avrebbe conferito alla Consob esclusivamente il potere di stabilire, in generale, la “mera modalità” di pubblicazione di quelle sole ricerche che gli intermediari decidono di pubblicare volontariamente o in virtù di un obbligo contrattuale volontariamente assunto, come, ad esempio, avviene nell'ambito dell'attività di *specialist* sull'Mta.

3. Equo indennizzo

Anche a voler riconoscere infondate le motivazioni sopra addotte in relazione all'assenza di un'effettiva (o, quantomeno, proporzionata) pubblica utilità a giustificazione degli espropri operati dalla Consob di ricerche finanziarie e alla violazione della riserva di legge almeno in relazione agli espropri di ricerche diverse dalle ricerche Pre-ipo, non può comunque contestarsi che le modalità allo stato previste dalla Consob per la pubblicazione delle ricerche Pre-Ipo e per quelle diverse dalle ricerche Pre-Ipo non soddisfano il terzo dei requisiti richiesti dall'art. 42, comma 3, Cost., ovvero sia la corresponsione all'intermediario di un equo indennizzo per la privazione da questi subita di qualsiasi ulteriore possibilità di sfruttamento economico dell'opera del suo ingegno.

Bisogna al riguardo considerare che la legge, già allo stato, non preclude la possibilità per la Consob di disporre un tale indennizzo. Dove, infatti, il legislatore ha ritenuto che le informazioni necessarie ad assumere decisioni di investimento informate fossero messe a disposizione del pubblico senza corrispettivo, lo ha detto esplicitamente, come, ad esempio, nel caso di cui all'art. 113-*ter*, comma 6, Tuf, relativo alle cc.dd. “informazioni regolamentate”.

18/07/2014

* Le considerazioni di cui alla presente nota sono svolte dal sottoscritto a titolo personale e non rappresentano necessariamente il punto di vista di Assosim, né di alcuno dei suoi organi o dei singoli membri degli organi stessi.

