

**RELAZIONE ILLUSTRATIVA DEGLI ESITI DELLA CONSULTAZIONE, DELLE  
CONSEGUENZE SULLA REGOLAMENTAZIONE, SULL'ATTIVITÀ DELLE IMPRESE E  
DEGLI OPERATORI E SUGLI INTERESSI DEGLI INVESTITORI E DEI RISPARMIATORI**

**3 NOVEMBRE 2016**

**1. Quadro normativo di riferimento**

Il decreto legislativo 15 febbraio 2016, n. 25, di recepimento della Direttiva 2013/50/UE (di modifica della Direttiva 2004/109/CE, c.d. Direttiva *Transparency*), ha modificato la disciplina recata dal TUF in materia di pubblicazione delle informazioni periodiche aggiuntive rispetto alle relazioni finanziarie annuali e semestrali, da parte di emittenti quotati aventi l'Italia come Stato membro d'origine.

Per effetto della novella legislativa dell'articolo 154-ter, commi 5 e 5-bis, del TUF, è stato **abrogato l'obbligo di pubblicazione delle relazioni finanziarie trimestrali** (o resoconti intermedi di gestione) da parte degli emittenti sopra indicati, **attribuendo alla Consob il potere di disporre l'obbligo di pubblicare le informazioni periodiche aggiuntive**. L'esercizio della delega regolamentare è subordinato alla preliminare verifica di talune condizioni, conformemente a quanto previsto dall'articolo 3 della Direttiva *Transparency*<sup>1</sup>.

In particolare, il Legislatore nazionale ha previsto che la Consob debba **valutare, anche in chiave comparatistica**, che l'introduzione di obblighi di pubblicazione delle informazioni finanziarie periodiche aggiuntive non comportino **oneri sproporzionati** in particolare per i piccoli e medi emittenti interessati, nonché la **rilevanza del contributo che le stesse informazioni possono fornire alle decisioni di investimento** assunte dagli investitori. Il Legislatore ha inoltre richiesto di valutare la possibilità che gli obblighi informativi incidano negativamente sulla percezione delle prospettive aziendali, favorendo una **prospettiva di breve**

---

<sup>1</sup> L'articolo 3, paragrafo 1-bis, della Direttiva *Transparency*, prevede che: "In deroga al paragrafo 1, lo Stato membro d'origine può imporre agli emittenti di pubblicare informazioni finanziarie periodiche aggiuntive con una frequenza maggiore rispetto alle relazioni finanziarie annuali di cui all'articolo 4 e alle relazioni finanziarie semestrali di cui all'articolo 5, alle condizioni seguenti:

— le informazioni finanziarie periodiche aggiuntive non comportano un onere finanziario sproporzionato nello Stato membro in questione, in particolare per i piccoli e medi emittenti interessati, e

— il contenuto delle informazioni finanziarie periodiche aggiuntive richieste è proporzionato ai fattori che contribuiscono alle decisioni di investimento assunte dagli investitori nello Stato membro in questione.

Prima di adottare la decisione che impone agli emittenti di pubblicare informazioni finanziarie periodiche aggiuntive gli Stati membri valutano se tali requisiti aggiuntivi possono comportare un'attenzione eccessiva ai risultati e al rendimento a breve termine degli emittenti e incidere negativamente sulle possibilità di accesso dei piccoli e medi emittenti ai mercati regolamentati.

Questa disposizione non pregiudica la facoltà degli Stati membri di richiedere agli emittenti che siano enti finanziari la pubblicazione di informazioni finanziarie periodiche aggiuntive".

*termine nell'osservazione dei risultati*, nonché la possibilità di *accesso dei piccoli e medi emittenti ai mercati regolamentati*<sup>2</sup>.

Con riferimento a tali profili di analisi, il 14 aprile 2016 la Consob ha aperto una *consultazione preliminare* volta ad acquisire dati ed evidenze ai fini dell'*analisi di impatto della regolamentazione* (AIR) da effettuare, in base al dettato legislativo, prima dell'eventuale introduzione di obblighi di informazione periodica aggiuntivi rispetto alle relazioni finanziarie annuale e semestrale.

Alla consultazione preliminare hanno risposto 22 soggetti. L'*analisi dei contributi* degli *stakeholders* è stata integrata con ulteriori *studi ed evidenze quantitative*, che hanno permesso di valutare più compiutamente il contributo delle informazioni periodiche pubblicate dagli emittenti alle decisioni di investimento. I contributi ricevuti e le ulteriori analisi compiute dalla Consob sono stati fondamentali per la realizzazione dell'AIR e per la successiva definizione dell'opzione di intervento e redazione del testo regolamentare da porre in consultazione.

In sintesi, nell'ambito della consultazione preliminare era risultata significativamente prevalente l'idea secondo cui, per diverse ragioni, *non fosse necessaria l'introduzione di un obbligo informativo periodico aggiuntivo* rispetto alle relazioni finanziarie annuale e semestrale, *ma che fosse auspicabile la definizione di alcune norme* per garantire un *livello minimo di qualità dei comportamenti e alcuni contenuti informativi minimi*, ove gli emittenti optassero per la pubblicazione volontaristica di dati sul proprio andamento economico diversi dal bilancio annuale e dalla relazione semestrale. *Per una disamina più approfondita dell'analisi di impatto della regolamentazione e degli esiti della consultazione preliminare si rinvia al relativo documento, dove sono esplicitate le motivazioni e gli obiettivi del provvedimento*<sup>3</sup>.

---

<sup>2</sup> L'articolo 154-ter del TUF prevede: "5. Con il regolamento di cui al comma 6, la Consob può disporre, nei confronti di emittenti aventi l'Italia come Stato membro d'origine, inclusi gli enti finanziari, l'obbligo di pubblicare informazioni finanziarie periodiche aggiuntive [...] 5-bis. Prima dell'eventuale introduzione degli obblighi di cui al comma 5, la Consob rende pubblica l'analisi di impatto effettuata ai sensi dell'articolo 14, comma 24-quater, della legge 28 novembre 2005, n. 246. Quest'ultima, in conformità alla disciplina comunitaria di riferimento, esamina, anche in chiave comparatistica, la sussistenza delle seguenti condizioni: a) le informazioni finanziarie periodiche aggiuntive non comportano oneri sproporzionati, in particolare per i piccoli e medi emittenti interessati; b) il contenuto delle informazioni finanziarie periodiche aggiuntive richieste è proporzionato ai fattori che contribuiscono alle decisioni di investimento assunte dagli investitori; c) le informazioni finanziarie periodiche aggiuntive richieste non favoriscono un'attenzione eccessiva ai risultati e al rendimento a breve termine degli emittenti e non incidono negativamente sulle possibilità di accesso dei piccoli e medi emittenti ai mercati regolamentati".

<sup>3</sup> Il documento, pubblicato il 5 agosto 2016, è disponibile alla pagina:

[http://www.consob.it/documents/46180/46181/consultazione\\_20160805.pdf/c2230582-fd94-49e9-8915-662b7b01401f](http://www.consob.it/documents/46180/46181/consultazione_20160805.pdf/c2230582-fd94-49e9-8915-662b7b01401f)

Sulla base delle risposte alla consultazione e delle ulteriori analisi effettuate in ordine alle posizioni espresse dai rispondenti, sono state prese in considerazione *tre opzioni di intervento*:

- 1) introduzione dell'obbligo di pubblicazione del rendiconto intermedio di gestione;
- 2) non introduzione di obblighi di informazione periodica aggiuntiva, ma definizione di principi e criteri applicativi per gli emittenti che intendano pubblicare informazioni su base volontaria;
- 3) non introduzione di obblighi di informazione periodica aggiuntiva né di principi e criteri applicativi per gli emittenti che intendano pubblicare informazioni su base volontaria.

Alla luce degli elementi informativi acquisiti, *la soluzione n. 2) è stata ritenuta quella ragionevolmente idonea a conseguire le finalità dell'atto di regolazione con i minori oneri aggiuntivi per i destinatari*. Di seguito, si riporta il testo dell'articolo 82-ter di cui si è proposta l'introduzione nel Documento di consultazione pubblicato in data 5 agosto 2016:

**Sezione V**  
**Informazione periodica**  
(...)  
**Art. 82-ter**  
*(Informazioni finanziarie periodiche aggiuntive)*

**1. Gli emittenti quotati aventi l'Italia come Stato membro d'origine che, su base volontaria, intendono comunicare al pubblico informazioni finanziarie periodiche aggiuntive rispetto alla relazione finanziaria annuale e semestrale previste dall'articolo 154-ter, commi 1 e 2, del Testo unico, si attengono ai seguenti principi e criteri applicativi:**

- a) rendono pubblica l'intenzione di comunicare tali informazioni, specificando i relativi elementi informativi, in modo che le decisioni adottate risultino chiare e stabili nel tempo;
- b) specificano i termini per l'approvazione e la pubblicazione delle informazioni finanziarie periodiche aggiuntive da parte dell'organo competente;
- c) garantiscono la coerenza e la correttezza delle informazioni finanziarie periodiche aggiuntive diffuse al pubblico e la comparabilità con le precedenti relazioni finanziarie;
- d) assicurano un accesso rapido, non discriminatorio e ragionevolmente idoneo a garantirne l'effettiva diffusione delle informazioni in tutta l'Unione Europea.

**2. Nel caso in cui gli emittenti di cui al comma 1 intendano modificare gli elementi informativi di cui alla lettera a), o interrompere la comunicazione al pubblico delle informazioni finanziarie periodiche aggiuntive, rendono pubbliche le decisioni assunte e le relative motivazioni. Ai fini della chiarezza e stabilità dell'informazione societaria, la decisione di interrompere la pubblicazione delle informazioni periodiche aggiuntive è efficace a partire dall'esercizio successivo.**

**3. Ai fini di quanto previsto dal comma 1 e 2, si applicano gli articoli 65-bis, comma 2, 65-quinquies, 65-sexies e 65-septies.**

## 2. Analisi dei contributi pervenuti nell’ambito della consultazione sulle proposte di modifica regolamentare

### 2.1 Stakeholder mapping

In risposta al Documento di consultazione pubblicato il 5 agosto 2016 sono pervenuti 9 contributi (rispetto ai 22 presentati nell’ambito della prima consultazione) 7 dei quali provenienti da soggetti che avevano già risposto in sede “preliminare”. Si conferma dunque l’importanza dello strumento della consultazione “aperta”, finalizzata all’analisi del problema più che ad emendare un testo già definito, per migliorare *l’inclusione degli stakeholder nel processo di produzione regolamentare*.

Tale conclusione riguarda non solo il numero dei contributi ricevuti, ma anche la loro profondità di analisi rispetto al fenomeno oggetto di regolazione. La consultazione conclusasi il 19 settembre u.s. ha infatti sostanzialmente *confermato l’inquadramento del problema* e le analisi riportate nel Documento di consultazione, *fornendo alcuni spunti per aggiornare l’AIR e per una più chiara definizione delle disposizioni regolamentari*.

Di seguito è riportata la *mappa degli stakeholder* intervenuti, classificati per *rappresentatività* [Rapp.](rispetto ad una specifica categoria di operatori) ed *interesse* [Int.] (rispetto agli esiti dell’intervento). Nelle colonne a destra è specificato se l’intervento è stato presentato con riferimento alla *consultazione preliminare* o sul *testo regolamentare*.

Soggetto	Categoria	Settore	Rapp.	Int.	Prel.	Testo
<b>ADEIMF</b>	Associazione	Università	2	1	√	
<b>AIAF</b>	Associazione	Analisti	2	2	√	√
<b>ANIA</b>	Associazione	Assicurazioni	2	2	√	√
<b>ASCOPIAVE</b>	Emittente	Energia	1	2	√	
<b>Anonimo</b>	-	-	1	2	√	
<b>ASSIREVI</b>	Associazione	Revisione	2	2	√	√
<b>ASSONIME</b>	Associazione	Società	2	2	√	√
<b>ODCE Bocconi</b>	Osservatorio	Università	2	1	√	
<b>Feder Supporter</b>	Associazione	Sport	2	2	√	
<b>ASSOGESTIONI</b>	Associazione	Risparmio Gestito	2	2	√	√
<b>Flavio Dezzani</b>	Professore	Università Management	1	1	√	
<b>IREN</b>	Emittente	Energia	1	2	√	
<b>Manuela Geranio</b>	Professore	Università Economia	1	1	√	
<b>Marco Bava</b>	Consulente	Economia	1	1	√	√

<b>Università Cattolica del Sacro Cuore</b>	Università	Economia	2	1	√	√
<b>Studio DIAWONDS</b>	Consulente	Economia e Finanza	1	2	√	
<b>Studio Legale Mastracci - FederPrOMM - ULTuCS</b>	Vari	Vari	2	2	√	
<b>LUXOTTICA</b>	Emittente	Moda	1	2	√	
<b>UNIPOL</b>	Emittente	Conglomerato Fin/Assicurativo	1	2	√	
<b>Vella</b>	Professore	Scienze giuridiche	1	1	√	
<b>FCA Society Italy</b>	Associazione	Analisti	2	2	√	
<b>YOOX NET-A-PORTER GROUP</b>	Emittente	Moda	1	2	√	
<b>UNICREDIT</b>	Emittente	Banca	1	2		√
<b>Borsa Italiana</b>	Gestore mercato	Finanza	1	2		√

## 2.2 Esiti della consultazione

Nella presente Sezione si riportano le principali osservazioni pervenute nel corso della consultazione e le relative valutazioni.

### 2.2.1 L'approccio regolamentare

In via generale, la maggior parte dei rispondenti ha espresso **condivisone in ordine all'approccio regolamentare adottato dalla Consob** e alla scelta dell'opzione n. 2), volta a non introdurre obblighi di informazione periodica aggiuntiva, pur definendo taluni principi e criteri applicativi per gli emittenti che intendano pubblicare informazioni su base volontaria (in questo senso i contributi di ASSOGESTIONI, UNICREDIT, ASSIREVI, ANIA, BORSA ITALIANA; in senso contrario si è registrato il contributo del sig. MARCO BAVA).

Il contributo di ASSONIME ha posto in evidenza una serie di criticità sul merito delle analisi effettuate dalla Consob. L'Associazione, in particolare, ha suggerito di **valutare una diversa e ulteriore ipotesi di intervento**, che preveda l'emanazione di una raccomandazione da parte della Consob, con ciò salvaguardando la proporzionalità dell'intervento e la necessità di tutelare gli investitori. Tale proposta risulterebbe, inoltre, maggiormente aderente a quanto effettuato degli ordinamenti degli Stati membri dell'UE<sup>4</sup>.

<sup>4</sup> Ci si riferisce in particolare al modello francese, ove l'Autorità nazionale competente (AMF) è intervenuta con una raccomandazione in materia, definendo alcuni principi da seguire in caso di pubblicazione volontaria da parte degli emittenti, cfr. documento di consultazione del 5 agosto 2016, paragrafo 2.6.

Le considerazioni effettuate da ASSONIME hanno portato ad aggiornare parzialmente l'analisi di impatto effettuata<sup>5</sup>, senza modificarne l'esito finale. L'introduzione di principi e criteri applicativi con apposita previsione regolamentare, anziché sotto forma di "raccomandazione", appare infatti preferibile in primo luogo in un'ottica di ***certezza del quadro normativo secondario***, evitando la frammentazione delle fonti che regolano la medesima materia.

Inoltre, con riferimento all'utilità per gli investitori, si conferma quanto emerso nella consultazione preliminare: la presenza di un quadro regolamentare minimo volto a tutelare gli investitori è stata considerata dalla quasi totalità degli intervenuti una ***necessità*** ineludibile, anche alla luce di ***specifici casi*** relativi al comportamento di taluni emittenti di fronte al fatto che l'obbligo normativo di pubblicazione delle informazioni trimestrali fosse venuto meno.

In relazione agli ulteriori profili di criticità evidenziati da ASSONIME, si fa presente che in merito all'onerosità delle norme introdotte in via regolamentare, le stesse istituiscono un ***onere proporzionato*** rispetto al beneficio derivante da una pubblicazione "strutturata" delle informazioni periodiche aggiuntive su base volontaria. Ove ciò non risultasse all'emittente, lo stesso potrebbe evitare di pubblicare informazioni periodiche aggiuntive e, dunque, di sostenere il relativo costo. Tale sacrificio, inoltre, data la ***mancata previsione di contenuti obbligatori in caso di pubblicazione***, è esclusivamente riconducibile al rispetto dei principi di stabilità, correttezza e adeguata diffusione delle relative comunicazioni al pubblico, mentre l'onere di rendicontazione, come evidenziato nella consultazione preliminare, viene comunque sostenuto dagli emittenti per motivi organizzativi, trattandosi di grandezze il cui monitoraggio è funzionale alla gestione dell'impresa.

Inoltre, la soluzione proposta consente di disciplinare i principi "quadro", che si applicano nel caso in cui l'emittente decida di produrre informazioni periodiche aggiuntive, nella stessa sede (il regolamento) in cui, a tenore della delega contenuta nell'articolo 154-ter, comma 6, lettera a), del TUF, devono necessariamente essere disciplinate le modalità di pubblicazione delle predette informazioni.

### ***2.2.2 Coerenza, correttezza e comparabilità delle informazioni***

Il testo dell'articolo 82-ter, comma 1, lettera c), di cui si è proposta l'introduzione nel Regolamento Emittenti, stabilisce alcuni principi ai quali gli emittenti devono attenersi nella pubblicazione delle informazioni periodiche aggiuntive. È stato richiesto, infatti, di garantire la

---

<sup>5</sup> L'aggiornamento dell'AIR ad esito della consultazione è riportato nel successivo paragrafo 3 della presente Relazione Illustrativa.

**coerenza** e la **correttezza** delle informazioni periodiche aggiuntive diffuse al pubblico, e la comparabilità con le precedenti relazioni finanziarie.

Nel documento di consultazione è stata richiamata l'attenzione del mercato sull'opportunità di confrontare i dati contabili eventualmente pubblicati nelle informazioni periodiche aggiuntive con quelli forniti nella precedenti rendicontazioni periodiche. Ciò in quanto le informazioni finanziarie periodiche aggiuntive che l'Emittente intende pubblicare dovrebbero trovare riscontro nel *set* informativo riportato nelle relazioni finanziarie *ex art. 154-ter* del TUF. Inoltre, è stato ricordato che, nel caso in cui siano fornite informazioni di carattere quantitativo nella forma di indicatori di *performance* diversi da quelli definiti dai principi contabili applicabili (misure non-GAAP/non-IFRS), gli emittenti sono altresì tenuti a fornire le informazioni richieste dagli Orientamenti ESMA del 5 ottobre 2015 in materia di indicatori alternativi di *performance* (ESMA/2015/1415).

Secondo quanto riportato nel contributo di ANIA, mentre appare condivisibile il richiamo ai principi di "coerenza e correttezza", contenuto nella disposizione citata, il principio della **"comparabilità con le precedenti relazioni finanziarie" potrebbe determinare problemi interpretativi ed applicativi**. La comparabilità nel tempo tra gli elementi informativi risulterebbe garantita dal rispetto del principio di "coerenza".

Secondo quanto riportato nel contributo di ASSONIME, il riferimento alla "comparabilità con le precedenti relazioni finanziarie" andrebbe eliminato poiché sembra introdurre vincoli al contenuto dell'informazione finanziaria periodica aggiuntiva. Diversa è la questione relativa all'opportunità che la società garantisca al mercato la continuità e la regolarità dell'informazione finanziaria periodica aggiuntiva volontariamente pubblicata, anche con riferimento ai suoi contenuti, che devono però essere liberamente determinati.

Tali osservazioni risultano **in parte condivisibili** e di esse, pertanto, si è tenuto conto nel testo finale dell'articolo 82-ter, comma 1, lettera c), del Regolamento Emittenti.

In particolare, con riferimento al tema della **sovrapposizione tra il concetto di "coerenza" e quello di "comparabilità"**, si rileva che la "coerenza" attiene alla costanza nel tempo dei criteri adottati per produrre l'informazione finanziaria e all'assenza di conflitti tra le informazioni pubblicate, mentre **la "comparabilità" attiene al confronto nel tempo delle informazioni finanziarie fornite**. Si è ritenuto pertanto opportuno mantenere distinti i due concetti, in quanto si tratta di postulati volti a definire aspetti qualitativi dell'informazione finanziaria, entrambi rilevanti al fine di fornire una rappresentazione veritiera e corretta della situazione dell'emittente.

Tuttavia, al fine di chiarire che la comparabilità non implica un obbligo di richiamare tutte le voci contenute nelle precedenti relazioni finanziarie, ***la disposizione in esame è stata modificata esplicitando nel testo che la comparabilità è limitata alle sole voci che l'emittente intende includere nell'informazione finanziaria aggiuntiva***<sup>6</sup>.

Diversi contributi pervenuti nel corso della consultazione hanno posto in evidenza l'opportunità di un intervento regolamentare volto anche a definire il ***contenuto minimo delle informazioni finanziarie periodiche aggiuntive***.

Secondo quanto osservato nel contributo di BORSA ITALIANA l'assenza di contenuti minimi potrà favorire lo sviluppo di *best practice*, ma potrebbe anche complicare l'accessibilità alle informazioni da parte degli investitori in assenza di standardizzazione.

In questo senso si registra il contributo pervenuto da AIAF, secondo cui sarebbe opportuno prevedere che *“gli emittenti si impegnano a rilasciare informazioni finanziarie periodiche aggiuntive contenenti dati significativi in relazione alla prassi del settore di appartenenza e/o al contesto di business, ferma restando la correttezza e la consistenza dei dati forniti nel corso del tempo”*, al fine di migliorare la standardizzazione delle informazioni diffuse al pubblico.

Secondo quanto rappresentato nel contributo di ASSIREVI, il testo dell'articolo 82-ter pur risultando sufficientemente analitico ai fini della predisposizione delle informazioni contenute nelle relazioni infrannuali, auspica una riflessione su quali debbano essere le informazioni di maggiore rilevanza che sarebbe opportuno identificare. Secondo l'Associazione la disponibilità di una base comune circa le informazioni di maggiore rilevanza oggetto di rappresentazione nelle relazioni infrannuali appare condizione critica per la tutela degli investitori e dei mercati.

Il contributo di UNICREDIT ha richiesto di specificare nel testo dell'articolo 82-ter il contenuto delle informazioni in esame, consistente in: *“una descrizione generale della situazione patrimoniale e dell'andamento economico dell'emittente e delle sue imprese controllate su base consolidata nel periodo di riferimento, anche su base manageriale; una illustrazione degli eventi rilevanti e delle operazioni che hanno avuto luogo nel periodo di riferimento e la loro incidenza sulla situazione patrimoniale dell'emittente e delle sue imprese controllate”*.

L'ASSOGESTIONI, nel proprio contributo, ha mostrato disponibilità ad aprire una riflessione sui contenuti minimi.

---

<sup>6</sup> L'Emittente dovrà quindi riportare informazioni comparative rispetto al periodo precedente per tutti gli importi esposti. Informazioni comparative, in merito alle informazioni di commento e descrittive, devono essere riportate quando ciò sia rilevante per la comprensione del situazione patrimoniale e dell'andamento economico di periodo.

In ordine a quanto sopra rappresentato, *si ritiene opportuno confermare la proposta regolamentare sottoposta alla consultazione del mercato*. Tenuto conto che la decisione in ordine alla pubblicazione di informazioni finanziarie periodiche aggiuntive è rimessa alla libera determinazione degli emittenti – pur nel rispetto di taluni presidi volti a garantire la tutela degli investitori, nonché la trasparenza del mercato dei capitali – non appare ragionevole limitare tale facoltà prevedendo un contenuto minimo delle informazioni da diffondere. Come osservato da ASSONIME, gli emittenti potranno determinare il contenuto delle informazioni pubblicate sulla base di una valutazione del rapporto costi e benefici in termini sia economici che reputazionali, in linea con quanto previsto anche negli altri ordinamenti degli Stati membri dell’U.E.

Al riguardo, si rammenta inoltre che ai sensi dell’articolo 154-ter, comma 5, del TUF, come modificato dal citato d.lgs. n. 25/2016, il potere della Consob di disporre l’obbligo di pubblicare informazioni finanziarie periodiche aggiuntive risulterebbe comunque limitato alla previsione di *“una descrizione generale della situazione patrimoniale e dell’andamento economico dell’emittente e delle sue imprese controllate nel periodo di riferimento”*, nonché *“all’illustrazione degli eventi rilevanti e delle operazioni che hanno avuto luogo nel periodo di riferimento e la relativa incidenza sulla situazione patrimoniale dell’emittente e delle sue imprese controllate”*<sup>7</sup>.

### 2.2.3 Altre tematiche rilevanti

Nel corso della consultazione sono pervenute talune osservazioni aventi ad oggetto aspetti di dettaglio della proposta regolamentare.

Con riferimento all’ultimo periodo dell’articolo 82-ter, comma 2, di cui si è proposto l’introduzione (*“Ai fini della chiarezza e stabilità dell’informazione societaria, la decisione di interrompere la pubblicazione delle informazioni periodiche aggiuntive è efficace a partire dall’esercizio successivo”*), il contributo di BORSA ITALIANA ha chiesto di chiarire se la decorrenza dell’efficacia del cambio di policy *“a partire dall’esercizio successivo”* debba essere riferita solo all’ipotesi di decisione di interruzione della comunicazione aggiuntiva, oppure debba valere anche per il caso di modifiche sostanziali *“peggiorative”* del livello informativo assicurato dall’emittente. Secondo quanto riportato nel contributo, laddove infatti

---

<sup>7</sup> Si riporta il testo della disposizione richiamata nel testo:

*“5. Con il regolamento di cui al comma 6, la Consob può disporre, nei confronti di emittenti aventi l’Italia come Stato membro d’origine, inclusi gli enti finanziari, l’obbligo di pubblicare informazioni finanziarie periodiche aggiuntive consistenti al più in:*

*a) una descrizione generale della situazione patrimoniale e dell’andamento economico dell’emittente e delle sue imprese controllate nel periodo di riferimento;*

*b) una illustrazione degli eventi rilevanti e delle operazioni che hanno avuto luogo nel periodo di riferimento e la loro incidenza sulla situazione patrimoniale dell’emittente e delle sue imprese controllate”.*

l'emittente decida, motivando, di fornire un numero inferiore di elementi informativi o di rendere meno stringente la tempistica di pubblicazione, sembrerebbe opportuno prevedere un analogo meccanismo di differimento della efficacia di tale decisione, proprio al fine di evitare comportamenti opportunistici nel breve periodo. Resta inteso che, laddove la modifica sia viceversa migliorativa per il mercato (maggiore dettaglio informativo o termini più stringenti), tali scelte possono essere immediatamente rese operative.

In risposta alle osservazioni pervenute da BORSA ITALIANA, ***si conferma che la decorrenza dell'efficacia del cambio di policy "a partire dall'esercizio successivo" è riferita solo all'ipotesi di decisione di interruzione della comunicazione aggiuntiva.*** Ciò al fine di non limitare eccessivamente la flessibilità attribuita agli emittenti nel determinare il contenuto delle informazioni periodiche aggiuntive e tenuto conto che, ai sensi del comma 2 dell'articolo 82-ter, nel caso in cui gli emittenti di cui al comma 1 intendano modificare gli elementi informativi "rendono pubbliche le decisioni assunte e le relative motivazioni".

Nel contributo pervenuto da ASSIREVI si è auspicato che vengano identificati i soggetti responsabili della predisposizione delle informazioni periodiche, tenuto conto che la norma attualmente contiene un generico riferimento all'"organo competente" e che venga chiarito l'iter di approvazione dei documenti, inclusa la presenza di attestazioni di coerenza e correttezza delle informazioni in questione da parte dei soggetti tenuti alla loro predisposizione.

Al riguardo, si rappresenta che la locuzione "***organo competente***" ***si riferisce all'organo deputato all'approvazione dei documenti contenenti le informazioni finanziarie periodiche*** (tipicamente l'organo di amministrazione) ai fini della successiva pubblicazione. E' nelle facoltà degli emittenti introdurre le procedure ritenute più adeguate a tale scopo.

Resta fermo che, ai sensi dell'articolo 154-bis, comma 2, del TUF, le informazioni finanziarie periodiche aggiuntive dovranno essere accompagnate da una dichiarazione scritta del dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili societari, che ne attesti la corrispondenza alle risultanze documentali, ai libri e alle scritture contabili. Il successivo comma 3 prevede, inoltre, che il dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili societari predisponga "***adeguate procedure amministrative e contabili per la formazione del bilancio di esercizio e, ove previsto, del bilancio consolidato nonché di ogni altra comunicazione di carattere finanziario***".

Infine, il contributo pervenuto da ASSONIME ha posto talune questioni concernenti le ***modalità di comunicazione al pubblico delle informazioni finanziarie periodiche aggiuntive.***

In particolare, quanto alle modalità della pubblicazione volontaria delle informazioni finanziarie periodiche aggiuntive, il comma 3 del nuovo art. 82-ter prevede che si applichino le

disposizioni previste degli articoli 65-*bis*, comma 2, 65-*quinquies*, 65-*sexies* e 65-*septies*, relative alle modalità di diffusione, stoccaggio e deposito, previste per le informazioni regolamentate.

Secondo quanto riportato da ASSONIME, una previsione regolamentare di questo tenore sembrerebbe però ricondurre l'informativa finanziaria aggiuntiva pubblicata su base volontaria nell'alveo delle informazioni regolamentata, ai sensi dell'articolo 113-*ter* del TUF. L'Associazione, pur ritenendo preferibile l'emanazione di una raccomandazione (cfr. sopra paragrafo 1), suggerisce di rinviare alle modalità previste per la pubblicazione dell'informazione regolamentata (utilizzando la terminologia prevista, ad esempio, nell'articolo 70 del Regolamento Emittenti in materia di fusioni, scissioni e aumenti di capitale), piuttosto che estendere l'applicazione degli articoli 65-*bis*, comma 2, 65-*quinquies*, 65-*sexies* e 65-*septies* alla pubblicazione volontaria di informazioni finanziarie periodiche aggiuntive.

In ogni caso, secondo il contributo di ASSONIME, occorrerebbe ***chiarire che non si estende l'obbligo di dare notizia anche tramite un avviso pubblicato su almeno un quotidiano a diffusione nazionale*** della messa a disposizione del pubblico del resoconto intermedio di gestione (cfr. Comunicazione Consob n.17002 del 2009)<sup>8</sup>.

Le ***osservazioni*** pervenute in ordine alla formulazione del richiamo alle modalità previste dagli articoli 65-*bis*, 65-*quinquies*, 65-*sexies* e 65-*septies*, ***sono state recepite nel testo finale dell'articolo 82-ter, comma 3, del Regolamento Emittenti che adesso utilizza, sostanzialmente, la medesima terminologia presente nell'articolo 70 del citato Regolamento.***

In risposta alla richiesta di ***chiarimento*** pervenuta da ASSONIME, in relazione all'obbligo di pubblicazione di un avviso stampa (per la pubblicazione delle informazioni finanziarie periodiche aggiuntive), si osserva quanto segue.

Nel documento di consultazione pubblicato in data 5 agosto 2016, è stata richiamata l'attenzione degli emittenti sulla necessità di garantire un adeguato livello di diffusione delle informazioni periodiche e la parità di trattamento degli investitori, a tal fine adottando le modalità di diffusione e di stoccaggio previste dal Regolamento Emittenti per la pubblicazione delle informazioni regolamentate.

A tal riguardo si consideri che:

---

<sup>8</sup> La delibera n. 17002 del 2009 – che non è oggetto di modifiche – reca le *Disposizioni provvisorie in materia di diffusione a mezzo stampa delle informazioni regolamentate*. Tale delibera non concerne le informazioni diffuse su base volontaria.

- a) la Direttiva *Transparency*, all'articolo 2, paragrafo 1, lettera k), definisce le «*informazioni previste dalla regolamentazione*», quali “*le informazioni che l'emittente, o qualsiasi altra persona che abbia chiesto l'ammissione di valori mobiliari alla negoziazione in un mercato regolamentato senza il consenso dell'emittente, è tenuto a comunicare a norma della presente direttiva, dell'articolo 6 della direttiva 2003/6/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 28 gennaio 2003, relativa all'abuso di informazioni privilegiate e alla manipolazione del mercato (abusi di mercato), o delle disposizioni legislative, regolamentari o amministrative di uno Stato membro adottate ai sensi dell'articolo 3, paragrafo 1 della presente direttiva*”<sup>9</sup>;
- b) l'articolo 113-ter, comma 1, del TUF, definisce le “*informazioni regolamentate*” quali le informazioni che devono essere pubblicate dagli emittenti quotati, dagli emittenti quotati aventi l'Italia come Stato membro d'origine o dai soggetti che li controllano, ai sensi delle disposizioni contenute nel Titolo III, Capo I e Capo II, Sezioni I, I-bis e V-bis, e nei relativi regolamenti di attuazione ovvero delle disposizioni previste da Paesi extracomunitari ritenute equivalenti dalla Consob;
- c) l'ordinamento nazionale, come la stessa Direttiva *Transparency*, non prevede alcun obbligo di pubblicazione in capo all'emittente;
- d) l'articolo 154-ter, comma 6, lettera a), del TUF, delega la Consob a stabilire con regolamento i termini e le modalità di pubblicazione delle eventuali informazioni aggiuntive in “*conformità alla disciplina europea*”.

***Da ciò ne discende che le informazioni finanziarie periodiche aggiuntive, in quanto pubblicate su base volontaria, non rientrano nella categoria delle informazioni regolamentate.***

Il richiamo agli articoli 65-bis, 65-quinquies, 65-sexies e 65-septies, contenuto al comma 3 dell'articolo 82-ter del Regolamento Emittenti, non è volto a ricondurre le informazioni in esame nel *genus* delle informazioni regolamentate (per le quali sussiste una disciplina specifica ex articolo 113-ter del TUF che prevede – tra l'altro – la pubblicazione degli avvisi sulla stampa), ***ma a definire le modalità idonee per consentire un “accesso rapido, non***

---

<sup>9</sup> A norma dell'articolo 3, paragrafo 1, “*lo Stato membro d'origine può assoggettare un emittente ad obblighi più severi di quelli previsti dalla presente direttiva, ma non può imporgli di pubblicare informazioni finanziarie periodiche con una frequenza maggiore rispetto alle relazioni finanziarie annuali di cui all'articolo 4 e alle relazioni finanziarie semestrali di cui all'articolo 5. Il successivo paragrafo 1-bis prevede che “in deroga al paragrafo 1, lo Stato membro d'origine può imporre agli emittenti di pubblicare informazioni finanziarie periodiche aggiuntive con una frequenza maggiore rispetto alle relazioni finanziarie annuali di cui all'articolo 4 e alle relazioni finanziarie semestrali di cui all'articolo 5, alle condizioni seguenti:* (...)”

***discriminatorio e ragionevolmente idoneo a garantirne l'effettiva diffusione delle informazioni in tutta l'Unione Europea***".

Tale soluzione appare altresì coerente con quanto effettuato nell'ordinamento di altri Stati membri dell'U.E. In questo senso si segnala il Regno Unito, ove la *Financial Conduct Authority* ha specificato<sup>10</sup> che la pubblicazione volontaria di tali relazioni non rientra nella categoria dell'informazione regolamentata e non ha impatti sugli obblighi degli emittenti di *disclosure* tempestiva delle informazioni *price sensitive*<sup>11</sup>.

### **3. I risultati dell'attività di AIR**

La definizione delle proposte di modifica poste in consultazione è stata il frutto delle attività di analisi di impatto svolte in sede preliminare, con il fondamentale contributo degli *stakeholder* intervenuti nell'ambito della consultazione. Per una descrizione dettagliata di tali **attività** si fa rinvio al Documento di consultazione pubblicato il 5 agosto 2016<sup>12</sup>.

Nell'ambito della consultazione sul testo del Regolamento Emittenti sono stati acquisiti elementi utili ad aggiornare l'AIR relativa alle tre opzioni valutate nel processo di definizione del testo regolamentare.

In particolare, è stata ***aggiornata la valutazione sull'impatto delle opzioni 2 e 3 in ottica comparata***.

L'impatto positivo dell'***opzione 2 in ottica comparata è stato ridotto da ++ a +***: la proposta regolamentare introduce infatti degli oneri, che sono da considerare però essenzialmente proporzionali ai benefici (ove ciò non fosse vero, l'emittente potrebbe non sostenerli evitando di pubblicare informazioni periodiche aggiuntive). Inoltre, sono state eliminate in tale elemento le valutazioni sull'utilità degli investitori già considerate nella relativa area.

---

<sup>10</sup> Cfr. *Policy Statement PS14/15, Removing the Transparency Directive's requirement to publish interim management statements*.

<sup>11</sup> "Interim management statements which are published on a voluntary basis will not be treated as regulated information following implementation of the change to the Transparency Directive. However, the early removal of the requirement to publish interim management statements does not impact the need for issuers to consider the disclosure of price-sensitive information, and using an interim management statement to disclose this information would have been in breach of the DTRs where the issuer is required to disclose as soon as possible".

<sup>12</sup> Il documento è disponibile alla pagina:

[http://www.consob.it/documents/46180/46181/consultazione\\_20160805.pdf/c2230582-fd94-49e9-8915-662b7b01401f](http://www.consob.it/documents/46180/46181/consultazione_20160805.pdf/c2230582-fd94-49e9-8915-662b7b01401f)

L'impatto positivo dell'*opzione 3* in *ottica comparata* è stato *aumentato da + a ++*. L'assenza di previsioni regolamentari rappresenta infatti la scelta maggiormente conforme alle scelte normative effettuate dai Paesi Membri e, pertanto, *considerando esclusivamente tale elemento di indagine*, quella con una valutazione più elevata rispetto all'obiettivo di integrazione dei mercati e di armonizzazione dei relativi ordinamenti.

Con riferimento agli ulteriori profili di criticità evidenziati da ASSONIME, si richiama quanto già esposto nel paragrafo 2.2.1 della presente Relazione in merito all'approccio regolamentare. Con riferimento al quadro sinottico riportato in calce alla valutazione degli impatti connessi alle opzioni, si evidenzia che, pur presentando l'opzione 2 dei profili di maggior onerosità potenziale rispetto all'opzione 3, tale differenza non è stata considerata significativa rispetto alla granularità del metro di valutazione utilizzato e, pertanto, l'opzione 2 e l'opzione 3 sono state considerate sostanzialmente equivalenti rispetto all'elemento di indagine in argomento.

Pertanto, sulla base delle risposte alla consultazione sono stati aggiornati gli elementi di valutazione delle tre opzioni di intervento come segue:

1. ***Reintrodurre l'obbligo di pubblicazione del rendiconto intermedio di gestione.***
  - a. ***Onerosità:*** aumentano gli oneri regolatori per gli emittenti, non integralmente in quanto la reportistica viene normalmente effettuata anche a fini gestionali, con impatto asimmetrico, a causa della struttura di costo per la rilevazione e la pubblicazione fortemente eterogenea, specifica per impresa e settore.
  - b. ***Utilità per le decisioni di investimento:*** l'utilità aggiuntiva è legata sostanzialmente alla definizione di elementi informativi in grado di standardizzare l'informativa e favorire la comparabilità fra i titoli quotati.
  - c. ***Accesso PMI:*** le società di minori dimensioni sopportano i costi di rendicontazione in corrispondenza di una copertura significativamente inferiore da parte dei soggetti che riprendono e diffondono le informazioni periodiche.
  - d. ***Short-Termism:*** è possibile prevedere un'amplificazione della tendenza da parte degli amministratori ad agire in vista dei risultati di breve periodo e degli investitori a negoziare sulla base degli stessi.
  - e. ***Ottica comparatistica:*** a parità di altre condizioni, aumentano gli oneri per gli emittenti quotati aventi l'Italia come Stato membro d'origine rispetto alla maggior parte delle sedi di negoziazione europee.
2. ***Non introdurre obblighi di informazione periodica aggiuntiva ma definire principi e criteri applicativi per chi intende pubblicare informazioni su base volontaria.***
  - a. ***Onerosità:*** non aumentano gli oneri regolatori per gli emittenti, i quali possono valutare la sostenibilità delle attività di reportistica e di diffusione di informazioni ulteriori rispetto alle relazioni finanziarie annuali e semestrali sulla

base delle specifiche strutture di costo e dei benefici in termini di (minor) costo del capitale connessi, in generale, alla diffusione di informazioni al pubblico.

- b. **Utilità per le decisioni di investimento:** la tutela per gli investitori e per l'integrità del mercato è associata agli adempimenti informativi derivanti dalla disciplina degli abusi di mercato e del prospetto d'offerta. Il rischio di approccio opportunistico da parte degli emittenti è mitigato dalla definizione di principi di pubblicità, chiarezza e stabilità della politica di pubblicazione di informazioni aggiuntive, nonché di coerenza, correttezza e adeguata accessibilità di tali informazioni.
  - c. **Accesso PMI:** le società possono valutare il *set* di informazioni da rendicontare e pubblicare in base a una specifica valutazione di costi e benefici.
  - d. **Short-Termism:** è possibile prevedere un contenimento della tendenza da parte degli amministratori ad agire in vista dei risultati di breve periodo e degli investitori a negoziare sulla base degli stessi.
  - e. **Ottica comparatistica:** a parità di altre condizioni, vi è un aumento degli oneri per gli emittenti quotati aventi l'Italia come Stato membro d'origine rispetto alla maggior parte delle sedi di negoziazione europee, ritenuto tuttavia proporzionale in quanto gli stessi emittenti possono sempre valutare di non procedere alla pubblicazione di alcun dato aggiuntivo rispetto alle relazioni annuale e semestrale.
3. **Non introdurre obblighi di informazione periodica aggiuntiva né principi e criteri applicativi per chi intende pubblicare informazioni su base volontaria.**
- a. **Onerosità:** non aumentano gli oneri regolatori per gli emittenti, i quali possono valutare la sostenibilità delle attività di reportistica e di diffusione di informazioni ulteriori rispetto alle relazioni finanziarie annuali e semestrali sulla base delle specifiche strutture di costo e dei benefici in termini di (minor) costo del capitale connessi alla diffusione di informazioni al pubblico.
  - b. **Utilità per le decisioni di investimento:** la tutela per gli investitori e per l'integrità del mercato è associata agli adempimenti informativi derivanti dalla disciplina degli abusi di mercato e del prospetto d'offerta. Il rischio di approccio opportunistico da parte degli emittenti non è mitigato in assenza di adeguati ed effettivi interventi di autoregolamentazione da parte degli operatori.
  - c. **Accesso PMI:** le società possono valutare il *set* di informazioni da rendicontare e pubblicare in base a una specifica valutazione di costi e benefici.
  - d. **Short-Termism:** possibile contenimento della tendenza da parte degli amministratori ad agire in vista dei risultati di breve periodo e degli investitori a negoziare sulla base degli stessi.

- e. **Ottica comparatistica:** a parità di altre condizioni, non aumentano degli oneri per gli emittenti quotati aventi l'Italia come Stato membro d'origine rispetto alla maggior parte delle sedi di negoziazione europee.

Nel seguente quadro sinottico vengono riassunti i “segni” (positivo/negativo) e i “pesi” (basso/medio/elevato) relativi alla valutazione dell'impatto legato agli elementi appena esposti.

Opzione	Onerosità	Utilità investitori	Accesso PMI	Short-Termism	Ottica comparata
1)	-	++	--	-	--
2)	++	+	+	+	+
3)	++	---	+	+	++

Ad esito del complessivo processo di analisi, l'Opzione 2) è stata valutata la soluzione ragionevolmente idonea a conseguire le finalità dell'atto di regolazione con i minori oneri aggiuntivi per i destinatari.

Per quanto riguarda i **contenuti minimi dell'informativa**, tenuto conto che la decisione in ordine alla pubblicazione di informazioni finanziarie periodiche aggiuntive è rimessa alla libera determinazione degli emittenti appare ragionevole lasciare agli stessi la facoltà di determinare il contenuto delle informazioni, valutando attentamente quali saranno gli esiti di tali determinazioni rispetto alla quantità e qualità delle informazioni diffuse, nel rispetto dei principi volti a regolarne il processo.

Tutto ciò premesso, le osservazioni effettuate sul testo posto in consultazione hanno portato ad effettuare **alcune modifiche** all'articolato.

#### **4. Articolato finale**

Di seguito si riporta *l'articolato finale* delle modifiche al Regolamento Emittenti, risultante ad esito della consultazione.

Per effetto dell'introduzione dell'articolo 82-*ter* del Regolamento Emittenti, gli emittenti che intendono pubblicare, su base volontaria, le informazioni finanziarie periodiche aggiuntive dovranno *rendere pubblica tale l'intenzione*, specificando i *relativi elementi informativi*, nonché specificare i *termini per l'approvazione e la pubblicazione di tali informazioni*.

Al fine di consentire agli emittenti il rispetto della nuova normativa, è necessario che vi sia un congruo periodo di tempo per valutare la scelta e se del caso adottare la *policy* richiesta. Conseguentemente, nel testo della delibera di modifica del Regolamento Emittenti, all'articolo 2, si è previsto che il *termine di applicazione decorra dalla data del 2 gennaio 2017*, ferma restando l'entrata in vigore decorso il termine ordinario di *vacatio* dalla data di pubblicazione della stessa delibera nella Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana.

**PARTE III  
EMITTENTI**

(...)

**TITOLO II  
Informazione societaria**

**Capo I  
Disposizioni generali**

(...)

**Art. 65-bis**

*(Requisiti della diffusione delle informazioni regolamentate)*

(...)

2. Nel caso delle relazioni finanziarie annuali e semestrali e ove specificamente indicato nel presente regolamento, il requisito indicato al comma 1, lettera *a*), numero 2, punto a., è considerato soddisfatto se l'annuncio riguardante la pubblicazione delle informazioni regolamentate viene comunicato ai media, trasmesso al meccanismo di stoccaggio autorizzato e indica in quale sito internet, oltre che in quale meccanismo di stoccaggio autorizzato delle informazioni regolamentate, tali informazioni sono disponibili.

**Sezione V**  
**Informazione periodica**

(...)

**Art. 82-ter**  
*(Informazioni finanziarie periodiche aggiuntive)*

1. Gli emittenti quotati aventi l'Italia come Stato membro d'origine che, su base volontaria, intendono comunicare al pubblico informazioni finanziarie periodiche aggiuntive rispetto alla relazione finanziaria annuale e semestrale previste dall'articolo 154-ter, commi 1 e 2, del Testo unico, si attengono ai seguenti principi e criteri applicativi:

- a) rendono pubblica l'intenzione di comunicare tali informazioni, specificando i relativi elementi informativi, in modo che le decisioni adottate risultino chiare e stabili nel tempo;
- b) specificano i termini per l'approvazione e la pubblicazione delle informazioni finanziarie periodiche aggiuntive da parte dell'organo competente;
- c) garantiscono la coerenza e la correttezza delle informazioni finanziarie periodiche aggiuntive diffuse al pubblico e la comparabilità **dei relativi elementi informativi con le i corrispondenti dati contenuti nelle precedenti relazioni finanziarie precedentemente diffuse al pubblico;**
- d) assicurano un accesso rapido, non discriminatorio e ragionevolmente idoneo a garantirne l'effettiva diffusione delle informazioni in tutta l'Unione Europea.

2. Nel caso in cui gli emittenti di cui al comma 1 intendano modificare gli elementi informativi di cui alla lettera a), o interrompere la comunicazione al pubblico delle informazioni finanziarie periodiche aggiuntive, rendono pubbliche le decisioni assunte e le relative motivazioni. Ai fini della chiarezza e stabilità dell'informazione societaria, la decisione di interrompere la pubblicazione delle informazioni periodiche aggiuntive è efficace a partire dall'esercizio successivo.

3. ~~Ai fini di quanto previsto dal~~ **Le comunicazioni al pubblico indicate** dai commi 1 e 2, sono effettuate con le modalità previste dagli ~~si applicano gli~~ articoli 65-bis, comma 2, 65-quinquies, 65-sexies e 65-septies.

## **5. Gli indicatori da utilizzare ai fini della successiva revisione dell'atto**

La Consob sottoporrà a revisione le disposizioni adottate in conformità alle disposizioni previste dall'art. 8 del Regolamento concernente i procedimenti per l'adozione di atti di regolazione generale ai sensi dell'articolo 23 della legge 28 dicembre 2005, n. 262 e successive modificazioni, adottato con delibera n. 19654.



Il monitoraggio sarà effettuato **aggiornando le analisi** effettuate in sede di AIR e tenendo conto in particolare della **quantità**, della **qualità** e della **eterogeneità** delle informazioni periodiche aggiuntive pubblicate dagli emittenti aventi l'Italia come Stato membro d'origine.