

**Modifiche alla disciplina delle relazioni finanziarie periodiche introdotte dal D.lgs. 15 febbraio 2016, n. 25, che recepisce la Direttiva 2013/50/UE**

**DOCUMENTO DI CONSULTAZIONE**

**5 AGOSTO 2016**

Le risposte alla consultazione dovranno pervenire entro il giorno 19 Settembre 2016, *on-line* per il tramite del **SIPE – Sistema Integrato per l’Esterno**,

oppure al seguente indirizzo:

**C O N S O B**  
**Divisione Strategie Regolamentari**  
**Via G. B. Martini, n. 3**  
**00198 ROMA**

I commenti pervenuti saranno valutati ed elaborati ai fini della revisione regolamentare e pubblicati sul sito internet della Consob, salvo espressa richiesta di non divulgarli. Il generico avvertimento di confidenzialità del contenuto della *e-mail*, in calce alla stessa, non sarà considerato una richiesta di non divulgare i commenti inviati

**1. PREMESSA**

Con il Decreto Legislativo 15 febbraio 2016, n. 25, è stata recepita nell’ordinamento nazionale la Direttiva 2013/50/UE, che ha modificato la Direttiva 2004/109/CE (c.d. Direttiva *Transparency*). Nel recepimento della disciplina europea, sono state modificate, tra l’altro, le disposizioni relative alle relazioni finanziarie, innovando le regole inerenti alla pubblicazione, da parte di emittenti quotati aventi l’Italia come Stato membro d’origine, di informazioni periodiche aggiuntive rispetto alle relazioni finanziarie annuali e semestrali.

La normativa primaria, con la nuova formulazione dell’art. 154-*ter* (Relazioni finanziarie), commi 5 e 5-*bis*, del TUF<sup>1</sup>, consente alla Consob di disporre, nei confronti degli emittenti sopra indicati, l’obbligo di pubblicare le informazioni periodiche aggiuntive e individua gli elementi da considerare ai fini dell’eventuale esercizio della delega regolamentare, specificando che lo stesso deve essere condotto anche in chiave comparatistica.

---

<sup>1</sup> “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”.

In particolare, viene dato rilievo, da un lato, alla eccessiva onerosità che potrebbe essere connessa con la reintroduzione di obblighi relativi alle informazioni trimestrali, e, dall'altro, alla rilevanza del contributo che le stesse informazioni possono fornire alle decisioni di investimento assunte dagli investitori.

A tali elementi è necessario aggiungere ulteriori valutazioni, relative alla possibilità che gli obblighi informativi trimestrali incidano negativamente sulla percezione delle prospettive aziendali, favorendo una prospettiva di breve termine nell'osservazione dei risultati, e sulle possibilità di accesso dei piccoli e medi emittenti ai mercati regolamentati.

Al fine di valutare l'esercizio della delega regolamentare conferita dal TUF, la Consob ha pubblicato in data 14 aprile 2016 un Documento di consultazione preliminare contenente alcune analisi relative a di tali elementi, invitando specifiche categorie di *stakeholders* a fornire dati ed evidenze in merito. Nel presente Documento si illustrano gli esiti di tale consultazione e delle analisi relative ai costi e ai benefici connessi, rappresentati nel paragrafo 2), e la proposta di modifica delle relative disposizioni regolamentari, esposte nel paragrafo 3).

## 2. SINTESI DELLE RISPOSTE ALLA CONSULTAZIONE PRELIMINARE

Sono pervenuti 22 contributi nel corso della consultazione possono, che possono essere così ripartiti sulla base della matrice di *stakeholder mapping*<sup>2</sup>:

Soggetto	Categoria	Settore	Rappresentatività	Interesse
<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>	Emittente	-	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 <i>Management</i>	1	1
<b>IREN</b>	Emittente	Energia	1	2
<b>Manuela Geranio</b>	Professoressa	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</b>	Vari	Vari	2	2

<sup>2</sup> La *Stakeholder mapping matrix* costituisce uno degli strumenti essenziali della strategia di consultazione e consente un migliore inquadramento dei risultati. Si precisa in questa sede che per "rappresentatività" si intende la capacità di esprimere dati ed evidenze relative ad un numero rilevante di soggetti, e per "interesse" la concreta capacità degli aspetti normativi in consultazione di incidere sull'attività del soggetto rispondente. Per un'analisi tecnica completa dello strumento si rinvia alla pagina [http://ec.europa.eu/smart-regulation/guidelines/tool\\_50\\_en.htm](http://ec.europa.eu/smart-regulation/guidelines/tool_50_en.htm)

<b>- FederPrOMM - UILTuCS</b>				
<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

## 2.1 Inquadramento sistematico

Come indicato nel Documento di consultazione preliminare pubblicato il 14 aprile 2016, la normativa primaria orienta l'esame degli elementi da considerare ai fini dell'eventuale esercizio della delega regolamentare relativa all'introduzione dell'obbligo di pubblicare informazioni finanziarie periodiche aggiuntive rispetto a quelle annuali e semestrali, specificando che lo stesso deve essere condotto anche in chiave comparatistica.

In via generale, il contributo dell'Associazione dei Docenti di Economia degli Intermediari Finanziari (di seguito "ADEIMF") ha posto in evidenza i vantaggi sistematici legati alla pubblicazione di tali informazioni: *"diversi sono gli studi che rilevano come a maggiori livelli di disclosure nel bilancio dell'impresa si associ un minore costo del capitale azionario, con la conseguente riduzione del fattore con cui vengono scontati i risultati d'impresa. Una disclosure contabile di alta qualità aumenta la comprensione circa la redditività degli investimenti realizzati dall'impresa. Con la riduzione dei costi di acquisizione dell'informazione si viene a determinare una minore differenziazione nelle valutazioni tra investitori con un effetto positivo di riduzione del bid-ask spread sul titolo oggetto di scambio sul mercato"*. Lo stesso rispondente, tuttavia, ha evidenziato che aumentare la frequenza del rilascio di informazioni pubbliche potrebbe far aumentare i costi fino a superare i benefici connessi all'informativa aggiuntiva: sempre secondo l'ADEIMF, infatti, *"non è osservabile una "soluzione d'angolo" di massima disclosure. All'aumentare della frequenza e del dettaglio del reporting l'impresa sostiene costi diretti crescenti che, data la natura prevalente di costi fissi, penalizzano le imprese di minori dimensioni. Vi sono poi costi collegati alla natura proprietaria dell'informazione e agli svantaggi competitivi che possono derivare dalla pubblicità di fatti e strategie aziendali. Vi sono infine i costi reputazionali e di contenzioso giudiziario legati alla disclosure di previsioni incerte, qualora i risultati si dimostrassero poi sfavorevoli"*.

Nel contributo del Professor Vella (Università di Bologna) è stato rappresentato che *"aumentare (la frequenza del) l'informazione può diminuire il costo del capitale, ma può avere anche effetti negativi. Una maggiore concentrazione delle norme sulla qualità dell'informazione annuale può portare maggiori benefici di una informazione meno precisa e abbondante, ma più disseminata. Altri studi mostrano che la velocità con la quale il prezzo di mercato incorpora le nuove informazioni aumenta di più quando esse sono rilasciate su base volontaria, rispetto a quando è la legge ad imporlo. Altri ancora evidenziano come l'eccessiva frequenza delle informazioni non cambia solo il comportamento degli investitori ma ha anche un impatto rilevante sulla governance dell'emittente. In definitiva, una informazione obbligatoria molto frequente non ha solo effetti*

*positivi, ma anche costi di governance che possono essere in contrasto con il perseguimento di lungo termine dell'interesse sociale”.*

## **2.2 Onerosità**

Con riferimento al tema dell'eccessiva onerosità che potrebbe essere connessa con l'introduzione (o, meglio, il mantenimento) degli obblighi relativi alle informazioni trimestrali, mediante la consultazione è stato possibile acquisire elementi utili a evidenziare che:

- 1) l'onere legato al *reporting* periodico è normalmente sostenuto dalle imprese non tanto per conformarsi al dettato normativo quanto per migliorare l'efficacia e l'efficienza della propria gestione. La pubblicazione impone certamente una dose aggiuntiva di accuratezza e alcuni costi di conformità sostanziale, ma questi potrebbero valere circa un quinto della spesa complessiva, come emerge esplicitamente dal contributo pervenuti da un emittente quotato (cfr. contributo di ASCOPIAVE). Inoltre, nel caso in cui gli oneri siano legati ad attività di consulenza acquistate dall'emittente, è presumibile che le stesse non siano legate allo specifico documento e, dunque, all'eliminazione di un obbligo potrebbe non essere associata una equivalente riduzione di costi;
- 2) l'onere è *firm specific* e varia notevolmente nella sua struttura e nelle sue potenzialità informative da emittente a emittente, confermando quanto già emerso dai dati della Commissione Europea che testimoniavano tale caratteristica tramite l'ampio campo di variazione delle rilevazioni sugli oneri;
- 3) la pubblicazione di informazioni periodiche aggiuntive può essere richiesta dalle regole di funzionamento di specifici mercati<sup>3</sup>. La diffusione di informazioni può costituire, dunque, uno dei fattori principali della liquidità di un titolo e anche la pubblicazione (oltre al *reporting* aziendale) non appare essere un costo interamente regolatorio, ma viene sostenuto in virtù dei benefici che possono derivare all'impresa in termini di costo del capitale.

Pertanto, come sintetizzato nel contributo della Prof.ssa Geranio (Università Bocconi) *“la cancellazione dell'obbligo di trimestrale potrebbe quindi tradursi non in una riduzione di costi in termini assoluti bensì in un ribilanciamento degli stessi all'interno della funzione di investor relations, implicando un'attività ancora più intensa per la gestione delle relazioni tra l'impresa ed i principali investitori istituzionali.”*. Conseguentemente, la maggiore o minore onerosità degli obblighi di pubblicazione delle informazioni finanziarie non può che essere oggetto di valutazione tenendo conto delle specificità dell'emittente interessato.

In sostanza, pur riconoscendo che l'aumento della frequenza delle rilevazioni e delle pubblicazioni è potenzialmente in grado di determinare un incremento di costi non proporzionale ai relativi benefici per gli investitori, non sembrerebbe che l'orizzonte temporale trimestrale determini un tale risultato, anche alla luce dei contributi pervenuti alla Consob, dei quali si riportano alcuni estratti.

In particolare, ai fini della consultazione, l'Associazione fra le Società Italiane per Azioni (di seguito “ASSONIME”) ha consultato le proprie associate quotate, ricevendo 19 risposte, che confermano le stime di costi fatte dalla Commissione Europea e riproposte dalla Consob nel

---

<sup>3</sup> Ad esempio, Borsa Italiana richiede il rendiconto intermedio in caso di quotazione sul segmento STAR.

Documento di consultazione preliminare: nella maggior parte dei casi le società collocano i propri costi all'interno del *range* definito dalla Commissione Europea per la rispettiva classe dimensionale; tale fenomeno trova ulteriore conferma nell'analisi dei contributi pervenuti direttamente da emittenti quotati alla Consob in risposta alla consultazione. Peraltro, secondo ASSONIME, *“tra le altre voci di costo non considerate nelle stime della Commissione sono stati indicati quelli relativi alla revisione volontaria dei resoconti intermedi di gestione che possono assumere dimensioni elevate (secondo un emittente questi costi sono stimabili in circa 140 mila euro l'anno). Alcuni emittenti hanno segnalato come la redazione della relazione trimestrale imponga una vera e propria “chiusura di bilancio”, con maggiori costi diretti e indiretti per le attività di produzione e verifica dei dati, anche in considerazione della brevità dell'orizzonte temporale”*.

Anche il contributo dell'Associazione Italiana Revisori Contabili (di seguito “ASSIREVI”) ha evidenziato che *“le informazioni finanziarie periodiche trimestrali sono normalmente utilizzate dal management per le attività di monitoraggio della gestione aziendale e, tuttavia, la pubblicazione impone comunque un onere aggiuntivo di precisione e di verifica delle informazioni che impegna le strutture aziendali in modo diverso in funzione delle caratteristiche della società, del suo settore e di aspetti specifici del contesto in cui opera”*.

Il contributo pervenuto da un altro emittente ha evidenziato come *“appurato che le società di maggiori dimensioni, nella norma, predispongano ai fini interni un report periodico, è altrettanto evidente che non necessariamente tale documento debba avere una cadenza trimestrale. In ogni caso, anche nelle società di maggiore dimensione è necessaria un'opportuna valutazione dei costi di reportistica, tenendo in considerazione, per le ragioni sopra addotte, il rapporto costi sostenuti, rapportato al beneficio apportato nei confronti delle scelte di investimento effettuate dagli operatori finanziari”*.

Nel medesimo senso, il contributo dell'Associazione Nazionale fra le Imprese Assicuratrici (di seguito “ANIA”) ha indicato esplicitamente che *“l'elemento dell'onerosità non risulta determinante almeno per emittenti di grandi dimensioni”*, mentre il contributo di un altro emittente, operante in un diverso settore di attività, ha invece evidenziato che la complessità organizzativa incide fortemente sulla rendicontazione trimestrale, rendendo particolarmente onerosa la raccolta e l'elaborazione delle informazioni.

Risulta confermata, dunque, la duplice natura dei costi legati alla pubblicazione di informazioni periodiche ulteriori rispetto a quelle annuali e semestrali, in parte gestionali e in parte regolatori, e la loro specificità rispetto a diversi contesti aziendali. Si tratta di distinzioni legate principalmente alle caratteristiche dello specifico settore di attività, nonché al modello (e all'efficienza) gestionale del singolo emittente e, pertanto, come indicato nel contributo del Prof. Vella (Università di Bologna) *“una differenziazione della frequenza in ragione della dimensione, da un lato non troverebbe una piena giustificazione, dall'altro potrebbe introdurre curvature distorsive e doppi regimi nelle scelte effettuate dagli investitori”*.

Inoltre, anche escludendo le determinanti gestionali, è possibile evidenziare che, eliminati i costi di pubblicazione, l'impresa si troverebbe a dover fare una valutazione su quali comunicazioni diffondere basata sulla domanda di informazioni proveniente dal mercato, tenendo anche conto di

obblighi eventualmente imposti dal rispetto della disciplina sugli abusi di mercato o del prospetto d'offerta, nonché dagli stessi gestori delle piattaforme di scambio per favorire la liquidità dei titoli.

Altri contributi pervenuti hanno rappresentato taluni aspetti specifici concernenti il tema dell'eccessiva onerosità degli obblighi di *report*.

In particolare, secondo quanto illustrato nel contributo della società di consulenza DIAWONDS “*è necessario distinguere tra costo della semplice produzione di informazioni finanziarie (dati finanziari qualificati e contestualizzati) ed il più oneroso costo del commento alle informazioni finanziarie. La limitazione delle informazioni periodiche aggiuntive ad informazioni finanziarie non accompagnate da commenti limiterebbe significativamente gli oneri in particolare per piccoli e medi emittenti. Informazioni finanziarie anche prive di commento possono certamente contribuire alle decisioni d'investimento assunte dagli investitori*”.

Il contributo dell'Associazione italiana del risparmio gestito (di seguito “ASSOGESTIONI”), ha evidenziato che l'eliminazione del resoconto intermedio di gestione riguarderebbe anche i fondi immobiliari quotati, talché “*non esercitando la delega la Commissione consentirebbe una utile riduzione degli oneri anche per i quotisti dei FIA immobiliari, senza che ciò si traduca in una perdita di informazioni a disposizioni degli investitori e del mercato*”.

Secondo quanto rappresentato nel contributo del Professor Sottoriva (Università Cattolica del Sacro Cuore), la predisposizione e la pubblicazione di informazioni finanziarie trimestrali non determinerebbe “*un particolare aggravio di costi nell'ambito delle strutture amministrativo-contabili degli emittenti atteso che, tendenzialmente, un'informativa trimestrale è già comunque predisposta al fine dello svolgimento delle funzioni proprie dell'organo amministrativo e dell'organo di controllo*”. Anche secondo il contributo del Dott. Marco Bava “*non vi è eccessiva onerosità in quanto tali dati appartengono di fatto al normale controllo di gestione nonché del piano industriale*”.

Infine, secondo il contributo dello Studio Legale Mastracci e Feder.Pr.O.M.M., “*gli emittenti hanno mostrato la loro preferenza a sostenere i costi aggiuntivi per una rendicontazione trimestrale*” con riferimento al fatto che pur essendo venuto meno l'obbligo molti emittenti quotati hanno optato per la scelta di pubblicare informazioni periodiche, pur differenziandosi notevolmente nella forma e nella sostanza delle comunicazioni al mercato.

## **2.3 Utilità per le decisioni di investimento**

### **2.3.1 Le risposte alla consultazione**

L'analisi dei contributi alla consultazione dimostra che la pubblicazione delle informazioni da parte degli emittenti quotati potrebbe non interessare necessariamente gli investitori *retail* e le loro associazioni. Tale conclusione muove dalla constatazione che, indipendentemente dal grado di conoscenza della materia finanziaria, gli investitori accedono spesso alle informazioni in modo mediato, attraverso soggetti che sono in grado di decodificarle e renderle maggiormente accessibili e fruibili. In tale contesto, gli analisti e i consulenti finanziari rappresentano i principali “mediatori”

dei contenuti informativi impliciti nelle informazioni periodiche, unitamente ai gestori del risparmio collettivo responsabili dei processi decisionali di investimento.

Ciò posto, considerando che tali soggetti rappresentano i beneficiari delle informazioni finanziarie, essendo in grado a loro volta di mediare e trasferire i benefici dell'informazione pubblica ad altre categorie di soggetti, dal lato della domanda (di informazioni) è possibile ritenere ottimale una "soluzione d'angolo", per la quale aumentando la frequenza di pubblicazione delle informazioni queste continuano a determinare, anche indirettamente, un'utilità aggiuntiva per gli investitori. Diversamente, alcuni *stakeholders* hanno ritenuto che tale utilità aggiuntiva possa essere raggiunta anche attraverso gli adempimenti informativi derivanti dalla disciplina degli abusi di mercato e del prospetto, piuttosto che attraverso gli obblighi derivanti dalla Direttiva *Transparency*.

Secondo quanto rappresentato nel contributo dell'Associazione Italiana degli Analisti e Consulenti Finanziari (di seguito "AIAF"), *"maggiori sono i dati e le informazioni trasmesse dagli emittenti al mercato, minori sono i rischi di asimmetrie informative e di "unfair" disclosures. Un adeguato e trasparente livello di informativa da parte delle società quotate circa l'andamento aziendale è uno dei presupposti indispensabili per il corretto ed efficiente funzionamento del mercato ed è alla base delle relazioni con gli investitori e, più in generale, con i diversi Stakeholders"*. Inoltre, l'AIAF ha ritenuto che *"la decisione di cancellare l'obbligo di mettere a disposizione del pubblico le relazioni trimestrali riduca, in generale, l'informativa al mercato, penalizzi gli investitori, e renda più difficile il lavoro stesso degli analisti finanziari."* Particolari rischi vengono associati dagli analisti al periodo *"tra l'annuncio dei risultati semestrali (ad esempio, fine luglio) e l'annuncio dei risultati annuali (ad esempio, fine febbraio, inizi di marzo)"*.

I medesimi fattori di rischio non risultano invece condivisi dal contributo di ASSOGESTIONI, secondo cui *"la protezione degli investitori nonché l'obbligo di fornire informazioni al mercato"* sono *"sufficientemente garantiti dalle disposizioni contenute nella Direttiva Prospetto e nella Disciplina in materia di Abusi di mercato"*.

Secondo quanto rappresentato dallo Studio Legale Mastracci e Feder.Pr.O.M.M., la determinante fondamentale dell'utilità aggiuntiva connessa alle informazioni periodiche sarebbe costituita dalla loro comprensibilità: *"la pubblicazione di un'informazione trimestrale costituisce uno strumento positivo per gli investitori in termini di maggiore tutela ma anche per gli emittenti come valore aggiunto fra i fattori che contribuirebbero alle decisioni di investimento da parte degli investitori. Le informazioni trimestrali costituirebbero un'utilità aggiuntiva laddove risultassero di facile comprensione e facilmente leggibili, posto che i suoi destinatari spesso possono non essere esperti di credito o finanza."*

La fruibilità dei documenti contabili appare elemento determinante anche nel contributo pervenuto dal *CFA Institute Italy* (associazione di investitori professionali affiliata a *CFA Institute*). Il contributo di quest'ultimo rispondente ha evidenziato, infatti, che *"gli sforzi indirizzati a ridurre la complessità nelle relazioni finanziarie sono stati principalmente guidati da chi deve preparare queste relazioni, con l'obiettivo dichiarato di ridurre i costi di compliance"* mentre *"quello che spesso, purtroppo, è mancato nelle discussioni è il punto di vista degli investitori che, è sempre bene ricordare, sono i principali fruitori dei rendiconti finanziari"*.

Il *CFA Institute* ha allegato al contributo uno studio (*“Addressing financial reporting complexity”*) frutto di un sondaggio tra i membri di *CFA Institute* condotto nel mese di maggio 2014. Le principali risultanze dello studio riguardano raccomandazioni per eliminare il *focus* sul breve termine e indicazioni sul contenuto minimo ritenuto necessario per formulare scelte di investimento consapevoli, che saranno approfondite nei seguenti paragrafi. La preoccupazione fondamentale è legata ad una eccessiva disomogeneità nel modo in cui *“sono preparate e presentate le relazioni finanziarie”*.

La concretezza di tale rischio, che fa da contraltare alla flessibilità e ai minori costi che l’eventuale pubblicazione volontaria determinerebbe per gli emittenti, è stata segnalata nel proprio contributo da FEDERSUPPORTER (associazione rappresentativa dei sostenitori di società ed associazioni sportive). Secondo tale associazione *“l’eliminazione dell’obbligo [di pubblicazione del resoconto intermedio di gestione] ha generato una situazione di macroscopica asimmetria fra società: una ha pubblicato la trimestrale, una ha pubblicato alcuni dati informando almeno gli azionisti del “venir meno” dell’obbligo informativo periodico, mentre una terza non ha pubblicato informazioni né informato gli azionisti.”* In base a tale risultato, si osserva, *“stanno venendo meno e verranno meno elementi fondamentali per valutare la situazione economica delle società sportive quotate.”*

L’eliminazione dell’obbligo riferito al 31 marzo 2016 avrebbe consentito tale asimmetria, sebbene molte società abbiano optato per il mantenimento di una informativa pubblica sui risultati del primo trimestre.

Secondo il contributo di ASSIREVI, *“Borsa Italiana, nel confermare l’obbligo di pubblicazione del resoconto intermedio di gestione per gli emittenti negoziati presso il segmento STAR ha attribuito una certa utilità per il mercato alla predisposizione di tale informativa periodica. L’utilità delle informazioni è comunque correlata alla loro correttezza che dovrebbe essere garantita dall’esistenza di un adeguato sistema di controllo interno ed eventualmente dall’espletamento di verifiche da parte di soggetti esterni”*.

L’analisi costi-benefici della pubblicazione di informazioni periodiche da parte degli emittenti interessati - fuori dai casi di obbligatorietà della stessa - può consentire di determinare eventuali benefici per i medesimi emittenti. Tale punto di vista è stato sintetizzato da ASCOPIAVE, secondo cui *“il risparmio non significativo [derivante dalla mancata pubblicazione del resoconto intermedio di gestione] determinerebbe delle rilevanti criticità, in quanto il mercato non otterrebbe la visibilità sui risultati del primo trimestre dell’esercizio, dove le vendite di gas naturale sono maggiormente concentrate”*.

Come sintetizzato nel contributo della Prof.ssa Geranio, non solo l’onerosità ma anche *“l’utilità delle informazioni trimestrali non è uniforme per tutte le aziende ma strettamente legata alle caratteristiche settoriali. In particolare, le trimestrali perdono rilevanza in business con forti fenomeni di stagionalità”*.

D’altro canto, non tutti gli emittenti potrebbero assegnare un valore elevato in termini di utilità aggiuntiva derivante dalla pubblicazione di informazioni periodiche. Il contributo di ASSONIME, in particolare, ha riferito che l’indagine condotta fra gli emittenti ha *“evidenziato che le trimestrali sono tendenzialmente portatrici di un potere informativo limitato rispetto alle informative annuale e semestrale e che rischiano di spingere gli investitori a un focus eccessivo sui risultati reddituali*

*di breve termine. Queste indicazioni risultano confermate dalle risposte a un questionario inviato da un emittente a 65 rappresentanti delle banche di investimento e agenzie di rating. Dalle 45 risposte pervenute risulta che solo il 30% dei soggetti consultati considera l'informazione trimestrale rilevante per le decisioni di investimento. In alcuni settori la domanda può essere soggetta a variazioni stagionali e quindi i risultati dei singoli trimestri sono poco significativi e possono costituire una base non pienamente attendibile per una valutazione dei risultati attesi per l'intero esercizio”.*

D'altra parte, dal contributo di ANIA è emerso come l'eliminazione degli obblighi potrebbe essere l'occasione per una valutazione più ampia su quali siano i canali di comunicazione più efficaci, piuttosto che per evitare di diffondere informazioni. *“Dal punto di vista dei benefici informativi per il mercato, l'esperienza del settore indica che, da una parte, le trimestrali sono portatrici di un potere informativo limitato rispetto alle informative annuale e semestrale, e dall'altra, spingono gli investitori stessi ad un focus eccessivo sui risultati reddituali di breve termine”.* Altre forme di interazione con gli investitori, adattate alle specifiche necessità informative (come ad esempio gli *investor days*), si sarebbero dimostrate maggiormente efficaci delle relazioni trimestrali per la comunicazione di strategie e obiettivi di medio e lungo termine.

Da ultimo, il contributo di un emittente (Luxottica) ha segnalato *“che la scelta di non pubblicare la trimestrale, comunicata il 15 aprile u.s., non ha comportato alcun riscontro negativo da parte di analisti e investitori istituzionali”.*

### **2.3.2 Le ulteriori analisi compiute dalla Consob**

Ciò premesso, per acquisire ulteriori evidenze circa l'utilità delle informazioni periodiche nei processi decisionali degli investitori, la Consob ha esaminato un campione di 26 società quotate (ripartite tra società ad elevata capitalizzazione e società a capitalizzazione medio-bassa). I dati sui prezzi ufficiali registrati giornalmente nel periodo *gennaio 2008-maggio 2016* (oltre 2.000 osservazioni per emittente) sono stati analizzati e messi in relazione alla pubblicazione di informazioni periodiche annuali, semestrali e trimestrali. Obiettivo dell'analisi è stato quello di verificare se eventuali “anomalie” di prezzo si siano verificate con un'incidenza particolarmente elevata in associazione con la diffusione delle informazioni contenute nei tre tipi di relazioni finanziarie sopra menzionati, con particolare attenzione alle trimestrali.

Ai fini dell'individuazione delle “anomalie” di prezzo delle 26 società del campione sono stati utilizzati gli stessi metodi probabilistici discussi dettagliatamente nel Quaderno di Finanza Consob n. 45 del Febbraio 2001 intitolato: *“Insider Trading, Abnormal Return and Preferential Information: Supervising through a Probabilistic Model”*. In estrema sintesi, i suddetti metodi probabilistici, partendo da un numero relativamente limitato di osservazioni di prezzo/rendimento di un titolo azionario, ne modellizzano la dinamica aleatoria, permettendo di costruire degli intervalli in cui, con un certo livello di confidenza, i prezzi si dovrebbero posizionare nel futuro<sup>4</sup>. Laddove il prezzo che poi effettivamente verrà a realizzarsi dovesse posizionarsi all'esterno degli estremi dei

---

<sup>4</sup> Si rinvia alla pubblicazione citata nel testo per i dettagli tecnici della metodologia applicata.

suddetti intervalli predittivi, tale prezzo si qualificherebbe come “anomalo” (c.d. *outlier*), circostanza che è tipicamente imputabile all’emersione di nuove informazioni riguardanti il titolo in esame.

Per ciascuna delle 26 società del campione sono stati rilevati gli *outliers* che si sono manifestati nel periodo di osservazione considerato (gennaio 2008-maggio 2016). Successivamente, si è proceduto a verificare le corrispondenze tra le date di accadimento degli *outliers* e il “*periodo di diffusione*” delle relazioni finanziarie annuali, semestrali e trimestrali<sup>5</sup>. Infine, una volta individuati i *matches* (ossia i casi in cui gli *outliers* si sono manifestati nel giorno di diffusione di una relazione trimestrale o nel giorno immediatamente successivo), è stato implementato un apposito test statistico (*chi quadro*) per verificare, con un dato livello di confidenza (95%), l’ipotesi che l’incidenza degli *outliers* sia mediamente più elevata nei periodi di diffusione delle relazioni finanziarie rispetto alla generalità dei giorni di negoziazione presenti nell’intero periodo di osservazione. L’accettazione di tale ipotesi, infatti, indica che le relazioni finanziarie hanno un impatto significativo sull’evoluzione dei prezzi dei titoli quotati ovvero, in termini tecnici, che l’occorrenza di un *outlier* non è un evento indipendente rispetto all’evento rappresentato dalla pubblicazione di un bilancio, una relazione semestrale o una trimestrale.

La sopra descritta verifica di significatività è stata condotta con livelli di granularità crescenti secondo le due direttrici date rispettivamente dal tipo di relazione finanziaria (tutte, solo bilancio, solo semestrale, entrambe le trimestrali, solo prima trimestrale, solo terza trimestrale) e dal livello di capitalizzazione delle società del campione (tutte, solo quelle a elevata capitalizzazione, solo quelle a capitalizzazioni medio-bassa).

I risultati dell’analisi svolta hanno evidenziato che, a livello aggregato, le relazioni finanziarie tendono ad *avere un impatto di una certa significatività sul prezzo dei titoli quotati*; il medesimo fenomeno è riscontrabile anche con specifico riguardo all’informativa contenuta nei bilanci annuali. Per quanto concerne le altre relazioni finanziarie, le analisi svolte hanno evidenziato che la semestrale conserva una certa significatività; meno univoci sono invece i risultati che riguardano le relazioni trimestrali, le quali hanno mostrato una discreta significatività se considerate congiuntamente<sup>6</sup>, mentre si sono collocate al limite della significatività se considerate individualmente<sup>7</sup>.

Un’ulteriore analisi di maggior dettaglio è stata svolta dividendo il campione in due sotto-insiemi a seconda che le società esaminate presentassero o meno una capitalizzazione di mercato elevata (per discriminare le società è stata utilizzata la soglia dei 300 milioni di euro).

---

<sup>5</sup> Per “periodo di diffusione” di una relazione finanziaria sono stati considerati sia il giorno stesso della relazione sia il giorno immediatamente successivo, in modo da tener conto di possibili effetti di trascinamento delle notizie sui comportamenti dei prezzi; la reazione del prezzo, infatti, per motivi di inerzia potrebbe dispiegarsi anche nei giorni immediatamente successivi a quello in cui la notizia rilevante viene resa nota. Nel caso di specie, tenendo conto dell’opportunità di calibrare adeguatamente possibili reazioni di inerzia con il paradigma di efficienza dei mercati, si è considerato solo 1 giorno dopo quello di diffusione della notizia.

<sup>6</sup> In tal caso sono stati considerati indifferentemente *matches* fra *outliers* e pubblicazione di informazioni relative al primo e al terzo trimestre.

<sup>7</sup> In tal caso sono stati considerati separatamente i *matches* fra *outlier* e informazioni relative al primo trimestre rispetto ai *matches* fra *outlier* e informazioni relative al terzo trimestre.

Avuto riguardo alle società ad elevata capitalizzazione (16 su 26), risulta confermata la significatività dell'informativa contenuta, in via generale, nelle relazioni finanziarie in termini di impatto sul processo di formazione dei prezzi. Parimenti, il bilancio d'esercizio e la relazione semestrale incidono sulle quotazioni dei titoli a elevata capitalizzazione. Per quanto concerne le relazioni trimestrali, i risultati delle elaborazioni quantitative svolte non hanno offerto – anche in questo caso – indicazioni del tutto univoche, ma si rileva comunque che per le società ad elevata capitalizzazione le trimestrali hanno mostrato una certa capacità di influenzare i corsi azionari, peraltro più marcata rispetto all'intero campione delle 26 società quotate. Peraltro, il risultato relativo all'impatto congiunto delle due trimestrali ha presentato un grado di significatività piuttosto consistente.

Diversa è la situazione per le società con capitalizzazione medio-bassa (10 su 26). Per queste società, infatti, l'informativa contenuta in via generale nelle relazioni finanziarie si è mostrata scarsamente idonea ad influenzare (per lo meno in misura significativa) i corsi azionari. Analoga evidenza è stata riscontrata con riguardo al bilancio d'esercizio, e in maniera ancor più netta per la relazione semestrale e per le trimestrali.

## 2.4 “Short-Termism”

Il fenomeno del cosiddetto “*short-termism*” è rappresentato come una correlazione osservabile fra la pubblicazione di informazioni e la tendenza a conferire un “peso” maggiore nell'ambito dei processi decisionali ai dati attuali rispetto a quelli futuri. Rispetto a tale presunto nesso causale, il contributo dell'ADEIMF ha rappresentato che “*pur in presenza di una evidenza non conclusiva non si possono tuttavia giudicare del tutto infondati i timori di chi ritiene che un'intensa attività informativa attiri soprattutto l'attenzione degli investitori di breve periodo*”.

L'intensificazione del *reporting* rappresenta solo uno dei fenomeni, e non certo il più importante, come riconosciuto anche dalla Commissione Europea, con cui si manifesta la tendenza del sistema economico a privilegiare un orizzonte di breve termine dei propri investimenti.

In letteratura, secondo quanto riportato nel contributo dell'ADEIMF “*non mancano posizioni che ridimensionano la tesi che sostiene la tendenza verso un maggiore short-termism dei mercati. Per Roe una valutazione di questa tendenza deve essere collocata in una visione più generale del funzionamento del sistema economico e finanziario, tenendo conto del fatto che la maggiore frequenza del trading da parte di alcune tipologie di investitori risulta bilanciata dall'importanza che assume il settore del venture capital e del private equity nel sostenere i processi di crescita delle imprese. A giudicare dal fenomeno delle bolle tecnologiche, ai mercati andrebbe rimproverata una presbiopia che ha impedito di considerare con la dovuta accortezza le performance negative correnti. Va inoltre considerato il ruolo del comportamento dei managers e gli incentivi interni ad un atteggiamento di gestione miope. L'informazione resa pubblica dalle imprese non solo riflette le decisioni aziendali e i risultati conseguiti ma è a sua volta in grado di condizionare i comportamenti degli emittenti stessi*”.

Secondo il contributo della Prof.ssa Geranio (Università Bocconi) assumono rilevanza anche condizioni contingenti, in quanto lo *short-termism* “è un atteggiamento [...] ancor più accentuato

*dalle condizioni dell'attuale contesto economico. In presenza di tassi di interessi prossimi allo zero ed in assenza di trend di mercato evidenti molti asset manager attribuiscono una rilevanza crescente all'asset allocation tattica e sono quindi costantemente alla ricerca di spunti di investimento su orizzonti temporali brevi, compresi tra i 3 e i 6 mesi. In tal senso l'eliminazione delle trimestrali farebbe venir meno una fonte utile di informazioni ma probabilmente non cambierebbe in modo strutturale l'orientamento dei gestori di fondi comuni. A tal fine servirebbe un cambiamento culturale più profondo" sulla base del quale "i managers dovrebbero progressivamente svincolarsi dalla richieste di previsione sulle performance di breve e brevissimo termine, fornendo viceversa più informazioni sulle strategie adottate e i rischi di lungo periodo. Difficilmente dunque l'eliminazione delle trimestrali può servire da sola ad estinguere lo short termism del mercato, pur se può offrire un segnale di cambiamento culturale in tale direzione".*

Anche il contributo inviato dall'Osservatorio sul Diritto Commerciale Europeo Dipartimento di Studi Giuridici "Angelo Sraffa" dell'Università Bocconi identifica uno stretto legame fra "miopia" degli investitori e tecniche di "gestione" dei risultati da parte degli amministratori. *"Al legame tra la pubblicazione di informazioni finanziarie trimestrali e il c.d. short-termism è stato ricondotto un rilevante incentivo all'utilizzo da parte dell'emittente di tecniche di earnings management, allo scopo di mostrare una crescita continua dell'utile dell'emittente di trimestre in trimestre e di confermare, sotto questo profilo, le aspettative del mercato e degli analisti finanziari. La riflessione economica e giuridica, anche internazionale, da tempo dunque sottolinea come le relazioni finanziarie trimestrali possano incentivare strategie di investimento di breve periodo. Se esiste quindi il rischio che informazioni contabili periodiche trimestrali incentivino una sub-ottimale ottica di breve periodo, a scapito di scelte gestionali destinate alla creazione di valore duraturo nel tempo, occorre quindi grande cautela nell'imporre la pubblicazione di tali informazioni con una simile periodicità, pur nella consapevolezza che l'eliminazione di tale onere informativo non è di per sé sufficiente a superare la tendenza e privilegiare strategie di breve o brevissimo periodo".*

Dall'esame dei contributi degli operatori di mercato appare possibile effettuare valutazioni più nette. Quanto rappresentato nel contributo di ASSONIME, avvalorata la tesi che le cause della "miopia" sarebbero soprattutto interne alle imprese, a tal fine ricordando che *"in letteratura diversi studi hanno evidenziato gli effetti "reali" dell'informativa trimestrale obbligatoria sulla propensione allo short-termism degli amministratori di società i quali, sotto la pressione del mercato, tendono a privilegiare progetti di investimento con alti rendimenti a breve termine a scapito di strategie di medio - lungo termine".*

Anche in questo caso sembra che le caratteristiche di base del settore incidano in modo rilevante sulla natura del problema. Secondo il contributo di ANIA, infatti, *"le trimestrali comportano un eccessivo orientamento ai risultati reddituali di breve termine richiamando l'attenzione degli investitori. A parità di altre condizioni, risultano quindi più penalizzate, le entità, come le imprese assicurative, che sono strutturalmente vocate al lungo termine. L'autorevole International Integrated Reporting Council (IIRC) considera la reportistica trimestrale un ostacolo a sviluppare una cultura del lungo termine nei mercati finanziari".* Tali considerazioni sono riprese nel contributo di UNIPOL, secondo cui *"le informative annuali e semestrali permettono di meglio rappresentare strategie di medio/lungo termine. Queste considerazioni [...] assumono un significato di particolare rilievo per il settore assicurativo, nel quale il business è necessariamente orientato verso un'ottica di lungo periodo".*

Il contributo di ASSOGESTIONI ha evidenziato che diversi portfolio manager rilevano come le segnalazioni che si concentrano su *performance* a breve termine non siano necessariamente favorevoli alla costruzione di un *business sostenibile*.

Un emittente (ASCOPIAVE) tiene a precisare che la pressione interna alla gestione dei flussi non è inevitabile e può essere contrastata attraverso la definizione di un opportuno sistema di incentivi: *“rispetto alla supposta modificazione dei comportamenti del management in ragione della pubblicazione dei risultati trimestrali, non possiamo esprimere parere positivo: fin dalla quotazione il gruppo ha riservato al management un piano di incentivazione legato ai risultati maturati in una pluralità di esercizi”*.

A ridimensionare decisamente il nesso fra pubblicazione delle informazioni trimestrali e *short-termism* sono analisti, consulenti e revisori. Per un rispondente (Dott. Marco Bava) si tratterebbe di un *“luogo comune privo di significato”*. In modo più sfumato, il contributo di ASSIREVI rileva come non si potrebbe ritenere che la pubblicazione di relazioni finanziarie periodiche con cadenza trimestrale *“possa di per se incoraggiare le imprese e gli investitori a privilegiare performance con tale orizzonte temporale a discapito di strategie di investimento di lungo periodo”*.

Il contributo dell’AIAF riporta che *“se il problema è quello di mitigare lo “short-termism” degli investitori, eliminare le trimestrali ci appare una soluzione dirigistica, che sovrappone e confonde gli effetti con le cause del problema. Per chi ne conserva ancora memoria, l’esperienza precedente all’introduzione delle trimestrali ci dice che tale volatilità risulta amplificata quando l’intervallo di “aggiustamento delle aspettative” si allunga da tre a sei-sette mesi; l’intuito dovrebbe sopperire alla assenza di memoria (o all’amnesia) per tutti gli altri”*.

Il contributo del CFA Institute da una parte ha riconosciuto che *“l’ossessione sui risultati di breve periodo porta alle conseguenze non volute di distruggere valore nel lungo periodo, diminuire l’efficienza dei mercati, ridurre i rendimenti degli investimenti e rallentare gli sforzi di rafforzare la corporate governance”*. D’altro canto, prosegue il medesimo rispondente, *“va tuttavia fatto notare come la pubblicazione o meno di relazioni trimestrali sia un falso problema se altri aspetti riguardanti la diffusione delle informazioni non sono affrontati. L’eliminazione delle relazioni trimestrali per favorire un maggior focus degli investitori sul lungo periodo rischia di distogliere l’attenzione da fattori ben più importanti. Non è chiaro se passare da rendiconti trimestrali a semestrali spingerà effettivamente il management delle aziende a prendere decisioni di più lungo respiro ed allo stesso modo questo non allevierà certo la tendenza al cosiddetto earnings smoothing. Infine, con la divulgazione dei dati finanziari ad intervalli di sei mesi il gap tra informazioni pubbliche e private si allargherà, facendo aumentare la tentazione per operazioni di insider trading e a tutto svantaggio degli investitori individuali che hanno minor accesso al management delle aziende rispetto agli investitori istituzionali. È opinione di CFA Institute che focalizzarsi sulla tempistica delle relazioni finanziarie sia una sorta di “falso bersaglio” che non risolverà il problema di short-termism”*.

La società di consulenza DIAWONDS, nel proprio contributo, ha evidenziato che *“un investitore, se “ragionevole”, non attribuisce “eccessiva” attenzione ai risultati e al rendimento a breve termine degli emittenti. A parere dello scrivente, quanto maggiore sia la periodicità delle*

*informazioni comunicate al mercato tanto minore sia presumibilmente la volatilità dei corsi al momento della comunicazione delle informazioni al mercato”.*

Se, però, i processi decisionali deviano dalla piena razionalità, la soluzione sarebbe legata all'apprendimento (riduzione dinamica dei *bias*) e al miglioramento della cultura finanziaria (e delle euristiche utilizzate), mentre difficilmente la soluzione potrà derivare dal razionamento delle informazioni a disposizione del mercato. Ciò appare ancor più evidente ove si consideri che, in assenza degli obblighi periodici *che impongono agli emittenti di rendere pubbliche informazioni sul proprio andamento economico*, la tutela degli investitori sarebbe garantita dall'espansione dell'ambito oggettivo degli obblighi di informativa continua, per i quali “nessuna notizia” è comunque una notizia, poiché implica che l'emittente non sia al corrente di informazioni aventi un carattere preciso, *che non siano state rese pubbliche*, che lo riguardino direttamente o indirettamente, e che, se rese pubbliche, potrebbero avere un effetto significativo sui prezzi dei relativi strumenti finanziari o sui prezzi di strumenti finanziari derivati collegati.

## **2.5 Accesso delle società, in particolare piccole e medie, al mercato dei capitali**

Nell'ambito dei contributi pervenuti, risulta maggioritaria la posizione secondo cui l'introduzione selettiva per alcune categorie di emittenti degli obblighi di pubblicazione di informazioni periodiche aggiuntive determinerebbe effetti negativi sulla trasparenza del mercato, in accordo con quanto sostenuto dalla Commissione Europea, mentre lasciare agli emittenti la possibilità di valutare la pubblicazione su base volontaria di tale informativa viene considerata l'opzione in grado di favorirne in qualche misura la quotazione.

Il contributo del CFA *Institute* è risultato concorde con l'orientamento di evitare “*double reporting standards*”: “*in linea di principio non supportiamo la creazione di standard contabili separati per entità differenti siano essi basati sulle dimensioni dell'azienda, sulla sua struttura legale o sul suo domicilio. La creazione di principi differenziati ostacolerebbe pertanto l'analisi finanziaria ed il corretto processo di investimento. Ancora più importante, la creazione di una “contabilità speciale” per le PMI potrebbe essere vista dagli investitori come di qualità inferiore, con minor divulgazione delle informazioni essenziali, che potrebbe certamente portare ad una riduzione degli oneri regolatori ma anche ad un maggior costo del capitale per le PMI per compensare per questo rischio di minore trasparenza*”.

Nello stesso senso, il contributo dell'AIAF ha evidenziato che “*un livello insufficiente d'informativa societaria potrebbe inoltre indurre alcuni analisti a sospendere il coverage in quanto non verrebbe più garantito quel corretto grado di approfondimento delle analisi societarie necessario per svolgere in modo professionale il proprio lavoro. In particolare, questo rischio, è tanto più presente nel caso delle Small & Mid Caps molte delle quali, già oggi, soffrono per un numero ridotto di coperture da parte degli analisti finanziari*”. Tali considerazioni sono avvalorate dai riscontri effettuati dalla Consob con riferimento ai dati relativi al grado di copertura delle società quotate oggetto di ricerche e raccomandazioni monografiche da parte degli intermediari abilitati.

Con riferimento all'accesso al mercato, il contributo di ASSONIME ha evidenziato un aspetto che può favorire non solo le piccole e medie imprese ma tutti i soggetti che intendono quotarsi quando

*“fa presente [...] che, con l’abolizione dell’obbligo di pubblicazione di informazioni trimestrali, le società beneficerebbero di una più ampia finestra temporale per accedere al mercato dei capitali e del credito, svincolata dall’attesa dei risultati di breve periodo che, come ci è stato segnalato, può rendere particolarmente difficoltoso il perfezionamento delle operazioni di finanziamento o di emissioni di bond nei periodi a ridosso della pubblicazione dei dati trimestrali”.*

Il contributo della Prof.ssa Geranio (Università Bocconi) ha fatto presente che *“secondo diverse analisi svolte sul mercato italiano, nella percezione delle imprese domestiche non quotate la riduzione dell’informazione periodica infrannuale rappresenta uno dei fattori più importanti per incentivare la quotazione in borsa, stante la notoria ritrosia delle aziende nostrane ad aprirsi al mercato dei capitali anche a causa degli elevati costi”.*

Non sono mancate, d’altro canto, interpretazioni differenti, come emerso dal contributo del Prof. Sottoriva (Università Cattolica del Sacro Cuore), il quale *“non [...] ritiene che la predisposizione e la pubblicazione di informazioni finanziarie trimestrali determini un significativo impatto negativo sulle possibilità di accesso ai mercati regolamentati”.* Secondo il contributo della DIAWONDS, infine, *“la semplice comunicazione di informazioni finanziarie con cadenza trimestrale e senza commento non potrebbe incidere negativamente sulle possibilità di accesso dei piccoli e medi emittenti ai mercati regolamentati trattandosi di informazioni presumibilmente già disponibili”.*

## **2.6 Ottica comparatistica**

L’aspetto comparatistico costituisce un elemento fondamentale rispetto alle valutazioni che la legge impone ai fini dell’eventuale introduzione di nuovi obblighi di informazione periodica. Le valutazioni circa l’onerosità eccessiva, l’utilità per gli investitori, l’incentivo a scelte miopi e la limitazione all’accesso delle piccole e medie imprese devono infatti tenere conto dell’eventuale svantaggio che un obbligo previsto a livello esclusivamente nazionale può determinare per i soggetti che eleggano l’Italia quale Stato membro d’origine. Alla luce di quanto emerso nell’ambito del procedimento di attuazione della nuova Direttiva *Transparency*, gli unici Paesi che hanno imposto la pubblicazione del resoconto intermedio di gestione sono la Spagna e la Polonia, mentre gli altri Paesi (e tra essi il Regno Unito, la Francia e la Germania) hanno optato per il mantenimento della sola informativa annuale e semestrale.

Come rappresentato nel contributo della Prof.ssa Geranio (Università Bocconi), *“bisogna considerare gli eventuali svantaggi competitivi connessi alla mancanza del medesimo obbligo per i competitor stranieri,”* anche se *“la cancellazione delle trimestrali ridurrebbe il patrimonio di informazioni accessibili a tutti gli investitori, inclusi gli investitori istituzionali minori ed il pubblico retail” [...]* favorendo il *“probabile aumento della volatilità dei prezzi, specialmente in prossimità del rilascio di nuove informazioni”.* Pertanto *“l’eliminazione favorirebbe una maggiore uniformità regolamentare coerente con l’obiettivo di creazione di un mercato unico dei capitali”.*

Molti rispondenti hanno indicato come modello di riferimento la scelta operata dall’ordinamento della Francia, ove, pur non introducendo alcun obbligo, l’*Autorité des Marchés Financiers* (AMF) ha raccomandato alle società alcuni principi da seguire in caso di pubblicazione volontaria.

Il contributo dell'ANIA ha ritenuto *“fondamentale l'omogeneità con le scelte operate dai Regulator di mercato di UK, Francia e Germania. La scelta dell'autorità francese rappresenta un potenziale role model per l'Italia”* (cfr. altresì il contributo di ASSIREVI).

Il contributo di ASSONIME ha ricordato che *“la maggior parte dei paesi europei ha eliminato l'obbligo di pubblicazione del resoconto intermedio di gestione, lasciando le società di tutti i settori sostanzialmente libere di decidere se pubblicare informazioni finanziarie periodiche aggiuntive e, in questo caso, quali informazioni pubblicare”*. Tale orientamento appare condiviso anche dal contributo di ASSOGESTIONI<sup>8</sup>.

Il contributo di LUXOTTICA ha posto in evidenza *“cha a livello europeo le principali società comparabili comunicano i risultati su base semestrale limitandosi nel 1° e 3° semestre alla comunicazione del fatturato. L'abolizione dell'obbligo consente quindi di allineare la comunicazione a quella dei principali concorrenti stranieri”*. Peraltro, secondo il contributo di UNIPOL, in Europa *“vi è un chiaro orientamento a favore dell'eliminazione dell'obbligo di pubblicare resoconti intermedi di gestione”*. La società *“concorda con tale impostazione, consentendo, al contempo, a ciascun emittente, il mantenimento della pubblicazione delle trimestrali, su base volontaria, potendo definire contenuti, tempistica e modalità di diffusione delle informazioni ritenuti più idonee, in virtù dei corrispondenti e specifici benefici attesi”*.

L'esigenza di uniformare le regole nazionali a quanto previsto da altri Stati membri dell'U.E. è emersa nel contributo dell'Osservatorio sul Diritto Commerciale Europeo Dipartimento di Studi Giuridici “Angelo Sraffa” dell'Università Bocconi, secondo cui *“l'eliminazione dell'obbligo di pubblicazione dell'informativa periodica trimestrale può utilmente apprezzarsi anche nella prospettiva di favorire la competitività del sistema a beneficio degli emittenti aventi l'Italia come Stato membro d'origine, in considerazione delle scelte effettuate finora negli altri ordinamenti europei”*.

## **2.7 Elementi informativi**

L'adozione di una soluzione regolamentare fondata sulla volontarietà renderebbe opportuna la raccomandazione di determinati contenuti minimi e principi di qualità redazionale, al fine di garantire la comparabilità fra i dati eventualmente pubblicati, salvaguardare la qualità delle informazioni e, quindi, i benefici dell'informativa al mercato, disincentivando inoltre la pubblicazione “opportunistica” di informazioni sull'andamento economico.

Tale necessità non sembrerebbe condivisa (sul piano regolamentare) dal contributo di ASSONIME, che, nel richiedere una scelta regolatoria che garantisca la piena flessibilità, fa riferimento ad una propria Circolare<sup>9</sup>, nella quale sono già stati definiti dei principi guida per gli emittenti e che

---

<sup>8</sup> *“Condividiamo l'orientamento già espresso dalle Autorità competenti di numerosi Stati membri, le quali, manifestando l'intenzione di non volersi avvalere della facoltà concessa dalla Direttiva 2013/50/UE, lascerebbero comunque la possibilità agli emittenti di pubblicare le relazioni intermedie su base volontaria.”*

<sup>9</sup> Per le modalità di accesso alla Circolare si fa riferimento alla pagina: <http://www.assonime.it/AssonimeWeb2/dettaglio.jsp?id=265275&idTipologiaDettaglio=451&cPage=1&backPage=listaElenco#>

dovrebbe costituire la base per un'*autoregolazione* degli emittenti volta a tutelare la qualità delle informazioni pubblicate.

Di diverso orientamento è risultato il contributo di ASSIREVI, ove si *“ritiene auspicabile una riflessione su quali debbano essere le informazioni di maggiore rilevanza al fine di rappresentare adeguatamente il business model aziendale e la connessa performance nella prospettiva della rendicontazione di medio-lungo periodo. Sarebbe quindi opportuno che fossero identificate da parte delle autorità le informazioni che, pur fornite in sede di trimestrale, concentrino l'attenzione sulle variabili chiave”*. Anche secondo il contributo di ASSOGESTIONI, un *set* di raccomandazioni relative al contenuto informativo *“avrebbe il vantaggio di assicurare un approccio uniforme, costante e significativo per la formulazione delle scelte di investimento da parte degli operatori di mercato e potrebbero tenere in considerazione, oltre al settore di appartenenza, anche il ciclo di business e le dimensioni delle società”*.

Sempre in ordine al contenuto informativo, nel contributo del Prof. Sottoriva (Università Cattolica del Sacro Cuore) si *“ritiene che, relativamente ai contenuti delle informazioni trimestrali, quanto previsto dall'attuale principio contabile internazionale IAS 34 sia sufficiente”*.

Alcuni partecipanti alla consultazione hanno approfondito il tema fino a identificare alcuni elementi informativi ritenuti fondamentali.

Nel contributo della Prof.ssa Geranio (Università Bocconi) è riportato che *“i dati essenziali ritenuti utili (Key Performance Indicators) dagli analisti finanziari sono almeno tre e riguardano tipicamente l'evoluzione del fatturato, la marginalità operativa e un indicatore di esposizione finanziaria (debito su mezzi propri o posizione finanziaria netta)”*.

Secondo il contributo del Dott. Marco Bava assumerebbero rilevanza i seguenti dati: *“posizione finanziaria netta, autofinanziamento, flusso di cassa, tasso interno di rendimento, tasso medio passivo”*.

Nel proprio contributo, AIFI ha riportato tre gruppi di indicatori, distinti in categorie relative al settore in cui opera l'emittente:

- *Società industriali*: Fatturato, EBITDA, PFN, eventi di rilievo nel trimestre, dati integrativi per imprese industriali (in senso stretto), imprese di servizi e imprese operanti su commessa.
- *Banche*: Margine d'interesse, Commissioni nette, Margine d'intermediazione, Risultato della gestione operativa, *Common Equity Ratio*, *Buffer di Fully Loaded Common Equity Ratio* vs requisiti *SREP* più *SIB*, livello "*Stock*" partite incagliate e crediti di dubbia esigibilità, riserve e fondi accantonati.
- *Assicurazioni*: Premi emessi complessivi, Premi vita, Premi danni, Risultato operativo, Risultato operativo vita, Risultato operativo danni, Investimenti complessivi, *Asset Under Management*, Patrimonio netto, *Solvency 1 e 2 ratio*.

Secondo il contributo della DIAWONDS, *“volendo specificare il contenuto minimo necessario per formulare scelte di investimento per le società non finanziarie o assicurative, sicuramente talune informazioni finanziarie presenti nel rendiconto finanziario (i flussi finanziari derivanti dall'attività operativa, gli investimenti effettuati in immobilizzazioni materiali, gli interessi corrisposti sul*

*debito, le tasse corrisposte) avrebbero massimo rilievo. Ulteriori informazioni riguardano: i ricavi, il MOL, il margine operativo netto, l'utile netto, il totale delle attività correnti, il totale delle attività, le disponibilità liquide e gli investimenti assimilabili, le passività correnti, il totale delle passività, il patrimonio netto, i debiti finanziari correnti, i debiti finanziari di lungo periodo. Inoltre sarebbe necessario conoscere il numero delle azioni emesse e flottanti al termine del periodo di riferimento, per categoria, con separata indicazione del numero delle azioni proprie. Per le società finanziarie o assicurative le informazioni sono quelle già previste nei prospetti periodici”.*

Infine, anche il *CFA Institute* ha rappresentato nel proprio contributo dei suggerimenti per migliorare la qualità della comunicazione tra aziende ed investitori, in relazione alla pubblicazione di informazioni periodiche:

- 1) Il ruolo dei rendiconti finanziari è di fornire le informazioni necessarie non solo agli azionisti ma anche ai creditori e agli altri fornitori di capitale di rischio.*
- 2) Le informazioni fornite devono superare una soglia minima di significatività.*
- 3) Eliminare le previsioni sugli utili del trimestre seguente.*
- 4) Includere una rappresentazione del conto economico (income statement).*
- 5) Includere il rendiconto finanziario (cash flow statement) e lo stato patrimoniale (balance sheet).*
- 6) Minimizzare la presenza di informazioni non previste dai principi contabili (non-GAAP/non-IFRS).*

## **2.8 Conclusioni**

Riassumendo quanto emerso nell'ambito della consultazione, è possibile distinguere tre posizioni fondamentali espressione degli *stakeholders*.

- 1) Da una parte vi è la posizione di coloro che ritengono utile e necessario introdurre un obbligo relativo all'informativa trimestrale. In questo senso si registrano le argomentazioni riportate nel contributo di FEDERSUPPORTER, secondo cui *“sussistono tutti i presupposti e tutte le condizioni affinché la Commissione voglia disporre la presentazione e la pubblicazione [...] della rendicontazione relativa all'obbligo abrogato”*; nel contributo di ASCOPIAVE, che appare favorevole *“alla pubblicazione delle "trimestrali" poiché ha creato le condizioni per la individuazione di benchmark positivi in corso d'anno”*; nel contributo del Prof. Dezzani (Università di Torino), secondo cui *“le relazioni trimestrali non standardizzate non servono a nulla. Le società pubblicano le informazioni favorevoli ed omettono quelle sfavorevoli. Si è molto favorevoli al mantenimento di una relazione trimestrale contenente almeno la situazione economico-finanziaria nella struttura del bilancio d'esercizio”*.

Analogha posizione, con differenti argomentazioni, è sostenuta anche da analisti e consulenti. Il *Financial Reporting Policy Group* di *CFA Institute* ha supportato nel proprio contributo la pubblicazione di relazioni trimestrali, raccomandando che queste contengano lo stesso livello di informazione delle relazioni annuali. Nel contributo di AIFI, ove non è emersa la condivisione della decisione di *“cancellare l'obbligo di pubblicazione delle relazioni trimestrali”*, auspicando *“che venga comunque garantito al mercato un “contenuto minimo informativo” accettabile sia attraverso le rendicontazioni periodiche, pur se sintetiche, sia attraverso l'organizzazione regolare di incontri con gli investitori e conference call”*.

L'Associazione ha ritenuto inoltre *“indispensabile che siano garantiti dei livelli minimi d’informativa distinguendo fra società industriali, banche e compagnie assicurative [...] ; le società che optino per un’informativa ristretta forniscano comunque tutti gli elementi necessari ad un confronto temporale dei predetti dati, e quindi adottino dei criteri standard mantenuti nel corso del tempo, nonché pienamente confrontabili con i risultati annuali e semestrali; il principio della “fair disclosure” e della “parità di trattamento” degli investitori sia rigidamente rispettato nel caso in cui una società comunichi a un numero ristretto di investitori e/o analisti informazioni o dati rilevanti/sensibili. La cancellazione delle relazioni trimestrali se da un lato potrebbe portare a dei benefici economici (peraltro di entità non rilevante, sulla base delle stime della CE riportate nel documento CONSOB) per le imprese, da un altro non dovrebbe penalizzare un’adeguata informativa al mercato se non si vuole correre il rischio di allontanare da esse investitori ed analisti, specie dalle imprese caratterizzate da una minore “copertura mediatica”.*

- 2) Vi è poi la posizione di *stakeholders* che, per diverse ragioni, non considerano necessaria l’introduzione di un obbligo informativo, auspicando tuttavia la definizione di alcune “regole del gioco” che garantiscano 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.

In questo senso, nel contributo dell’ANIA si *“ritiene auspicabile che, come già avvenuto in Francia, la redazione della relazione trimestrale sia resa facoltativa per tutti gli emittenti prevedendo, al contempo che: - in sede di prima applicazione della nuova disciplina, gli emittenti debbano comunicare al mercato la propria scelta circa l’eventuale pubblicazione di una informativa trimestrale; - tale scelta possa essere revocata solo dandone opportuna informativa al mercato in modo tempestivo (e.g. entro un tempo non inferiore a 12 mesi); e - l’informativa volontaria resa al mercato faccia almeno riferimento ai fatti più significativi intervenuti nel corso del trimestre”.* Analoghe considerazioni sono state rappresentate nel contributo di UNIPOL.

Secondo il contributo di ASSOGESTIONI *“sembra corretto lasciare agli emittenti la scelta di valutare il trade-off tra i costi e i benefici sottesi alla pubblicazione delle trimestrali, nella consapevolezza che la presenza o l’assenza di informazioni viene comunque associata a un differente premio per il rischio”.* Tuttavia, l’Associazione ha rappresentato l’opportunità di valutare *“per gli emittenti che decidano volontariamente di pubblicare le relazioni trimestrali, la predisposizione di un set di raccomandazioni circa il contenuto delle informazioni e le loro modalità di diffusione”.*

Secondo il contributo dell’ADEIMF *“la decisione di limitare la frequenza con cui obbligatoriamente le imprese comunicano i propri risultati può essere validamente motivata. Può contrastare una tendenza a sovrappesare le decisioni di breve termine, riduce gli oneri amministrativi con vantaggi più che proporzionali per le realtà aziendali di minori dimensioni. Non compromette la liquidità dei mercati considerando che una parte importante delle transazioni è realizzata da high frequency traders che operano con orizzonti temporali non scadenzati sulla pubblicazione dei risultati. E che il mercato può sempre contare sugli obblighi di informativa continua. La credibilità dell’informativa trimestrale non può tuttavia essere totalmente delegata al mercato. E’ opportuno che la*

*scelta dell'impresa di pubblicare i risultati trimestrali, una volta effettuata, venga mantenuta costante in un arco temporale adeguatamente ampio e che i risultati aziendali pubblicati siano sufficientemente analitici e allineati ai principi contabili adottati nella redazione del bilancio”.*

Nel proprio contributo ASSIREVI ha osservato che *“la pubblicazione dell'informativa periodica aggiuntiva non debba essere necessariamente obbligatoria, anche tenendo conto delle altre informazioni soggette ad obblighi di diffusione di informazioni al pubblico. La trimestrale può essere ritenuta dalla singola azienda uno strumento utile nel miglioramento dei rapporti con i propri investitori. Appare opportuno prevedere standard di riferimento per la loro redazione, sulla scorta dell'esperienza maturata in altri ordinamenti europei”.*

L'Osservatorio sul Diritto Commerciale Europeo Dipartimento di Studi Giuridici “Angelo Sraffa” dell'Università Bocconi, nel proprio contributo ha richiamato le scelte di politica legislativa compiute a livello europeo e nazionale, insieme all'esigenza di contenere gli oneri regolamentari degli emittenti, per sostenere l'opportunità che *“Consob non disponga, in via generale, l'obbligo per le società quotate aventi l'Italia come Stato membro d'origine di pubblicare informazioni finanziarie periodiche relative al primo e al terzo trimestre di esercizio. Non è auspicabile la previsione generale e predeterminata di obblighi selettivi di predisposizione e pubblicazione delle informazioni finanziarie trimestrali per alcune categorie di emittenti (verso i quali Consob può comunque fare ricorso ai penetranti poteri previsti dagli artt. 114, c. 5 e 115 TUF)”.* Secondo il medesimo Osservatorio vi è tuttavia *“la necessità di un intervento regolatorio sul contenuto minimo e sulle modalità di pubblicazione volontaria delle relazioni finanziarie trimestrali o di altre informazioni finanziarie aggiuntive da parte degli emittenti. In particolare, pare opportuno: 1) estendere alle "trimestrali" i medesimi principi che governano la comunicazione dei dati strategici o previsionali; 2) il contenuto dovrebbe avere precipuo riguardo non soltanto ai risultati del periodo di riferimento, ma anche al perseguimento da parte dell'emittente dei propri obiettivi di natura strategica e alle prospettive di crescita futura, in un'ottica di valorizzazione dei traguardi di lungo periodo dell'impresa; 3) precisare in via regolamentare quale debba essere la periodicità minima per la volontaria messa a disposizione del pubblico delle relazioni (4/6 trimestrali); definire i termini per esercitare le opzioni in parola (es. 31/12)”.*

Sulla stessa linea si colloca il contributo del Prof. Vella (Università di Bologna), secondo cui *“la letteratura fornisce evidenze sui costi della relazione trimestrale, di difficile quantificazione perché firm specific, e dunque pare supportare l'esigenza di lasciare agli emittenti la valutazione dell'opportunità di una disclosure più frequente. Questa trasparenza volontaria deve peraltro essere assistita da solidi presidi di uniformità sotto il profilo dei contenuti e della forma per favorire un'adeguata omogeneità dei flussi informativi. Nel valutare le scelte in questo campo appare inoltre utile considerare che dei vantaggi degli interim report beneficiano tipicamente gli investitori istituzionali e che difficilmente una maggiore trasparenza infrannuale potrà aiutare gli investitori retail”.*

A supporto dell'opzione secondo cui la scelta debba essere rimessa agli emittenti, anche la Prof.ssa Geranio (Università Bocconi) ha manifestato *“la necessità di favorire un regime regolamentare minimo comune tra le principali piazze finanziarie”* suggerendo *“che anche nel nostro Paese venga eliminato l'obbligo alla relazione trimestrale, per evitare maggiori ostacoli e costi aggiuntivi per le imprese italiane che desiderano avvicinarsi al mercato*

*finanziario*". In tal modo, "ciascuna impresa valuterà costi, opportunità, modalità di gestione delle relazioni con il mercato". Rispetto all'esigenza di definire alcuni principi alla base di tali libere valutazioni, la soluzione regolatoria "francese appare di particolare interesse sia in quanto vengono definite regole di standardizzazione e consistenza per le eventuali relazioni trimestrali diffuse volontariamente dalle aziende sia soprattutto per il tentativo di tutelare gli investitori "non informati" rispetto a quelli istituzionali".

- 3) Ulteriore posizione, di massima flessibilità, è quella che prevedrebbe di affidare inizialmente al libero incontro di domanda e offerta di informazioni la determinazione sia della scelta di pubblicazione sia le relative modalità, nel rispetto del quadro normativo complessivo e, in particolare, degli obblighi di comunicazione al pubblico di informazioni privilegiate. Secondo il contributo di ASSONIME, a favore di tale approccio, "appare quanto mai opportuno garantire agli emittenti la massima flessibilità sia con riferimento alla decisione se pubblicare o meno informazioni finanziarie periodiche aggiuntive sia con riferimento alla scelta del contenuto delle informazioni da divulgare. La preferenza per un regime flessibile di disclosure si accompagna alla sentita esigenza di seguire principi chiari nella gestione della comunicazione di tale informativa periodica aggiuntiva. In questo senso, Assonime, nella sua circolare n. 12 del 2016, ha raccomandato alle società di definire al proprio interno una politica di gestione dell'informativa finanziaria periodica pubblicata su base volontaria al fine di garantire continuità e regolarità di informazione al mercato, con riferimento sia ai suoi contenuti sia alla tempistica sia alle modalità di diffusione delle informazioni; ha inoltre raccomandato che tali politiche vengano adottate dall'organo di amministrazione e rese pubbliche. Una soluzione analoga a quella scelta dall'AMF (raccomandazione su pubblicazione volontaria) potrebbe essere adottata dalla Consob attraverso una propria raccomandazione, ma si ritiene opportuno che questa eventualità sia valutata ex-post alla luce di un'analisi degli effettivi comportamenti degli emittenti, per i quali, come si è detto, si sta già determinando una prassi, anche sulla base delle indicazioni fornite da Assonime con la citata circolare.

## 3. ANALISI DI IMPATTO DELLA REGOLAMENTAZIONE

Sulla base delle risposte alla consultazione e delle ulteriori analisi effettuate, in ordine alle posizioni espresse dai rispondenti (sintetizzate nel precedente paragrafo), sono state prese in considerazione tre opzioni di intervento:

1. ***Reintrodurre l'obbligo di pubblicazione del rendiconto intermedio di gestione.***
  - a. ***Onerosità:*** aumentano degli 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 degli 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 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 alla 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, non aumentano gli oneri per gli emittenti quotati aventi l'Italia come Stato membro d'origine rispetto alla maggior parte delle sedi di negoziazione europee. I principi stabiliti in via regolamentare

come cornice alla pubblicazione volontaria consentono di evitare approcci opportunistici alla pubblicazione delle informazioni, sostenendo la fiducia degli investitori e allineando il mercato italiano a quello di uno dei principali Paesi membri (Francia).

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 alla 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)	++	---	+	+	+

Alla luce di tali elementi 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.

## 4. ARTICOLATO DELLE MODIFICHE AL REGOLAMENTO CONSOB N. 11971 DI ATTUAZIONE DEL DECRETO LEGISLATIVO 24 FEBBRAIO 1998, N. 58 CONCERNENTE LA DISCIPLINA DEGLI EMITTENTI (DI SEGUITO “REGOLAMENTO EMITTENTI”)

Le modifiche regolamentari predisposte ad esito dell’analisi di impatto di cui al precedente paragrafo riguardano le disposizioni dell’articolo 65-*bis* del Regolamento Emittenti, e l’introduzione dell’articolo 82-*ter* in forza della delega regolamentare conferita alla Consob dall’articolo 154-*ter*, comma 5, del TUF.

Il nuovo articolo 82-*ter*, di cui si propone l’inserimento, prevede alcune regole “quadro” applicabili agli emittenti quotati aventi l’Italia come Stato membro d’origine che pubblicano su base volontaria informazioni finanziarie periodiche aggiuntive rispetto alle relazioni finanziarie annuali e semestrali, definendo principi e criteri applicativi volti a tutelare gli investitori.

La lettera *a*) del comma 1 richiede a tali emittenti di rendere pubblica l’intenzione di comunicare le informazioni periodiche aggiuntive al mercato, specificando i relativi elementi informativi (i.e. commento ai principali eventi del periodo, redazione di una specifica relazione, dati di fatturato/dati contabili, ecc.), in modo che le decisioni adottate risultino chiare e stabili nel tempo. Affinché la *policy* risulti sufficientemente stabile e la pubblicazione non avvenga sulla base di un calcolo opportunistico, legato esclusivamente alla rappresentazione dei dati positivi sulla situazione economica dell’emittente, la decisione di interrompere la pubblicazione dovrà essere motivata e resa pubblica, acquistando efficacia a partire dall’esercizio successivo.

Ai sensi della lettera *b*) del comma 1, si richiede agli emittenti di comunicare la tempistica prevista per la pubblicazione di tali informazioni. Tale informativa potrà, ad esempio, essere fornita nella sezione “calendario degli eventi societari” (*corporate calendar*) qualora prevista dal Regolamento della società di gestione del mercato<sup>10</sup>.

Con particolare riferimento alla tempistica di pubblicazione delle informazioni periodiche aggiuntive, pur non essendo esplicitamente indicato dalla norma un termine entro il quale dovrà essere effettuata, ci si attende che la scelta di consentirne la comunicazione su base volontaria possa determinare una maggiore tempestività nella elaborazione e diffusione delle informazioni al mercato, rispetto ai 45 giorni (dalla chiusura del trimestre) precedentemente previsti per il resoconto intermedio di gestione. E’ fatta salva la facoltà per la società di gestione del mercato di prevedere termini di pubblicazione più stringenti.

La lettera *c*) stabilisce alcuni principi ai quali gli emittenti devono attenersi nella pubblicazione delle informazioni periodiche aggiuntive. Ad essi è infatti richiesto di garantire la coerenza e la correttezza delle informazioni periodiche aggiuntive diffuse al pubblico, e la comparabilità con le precedenti relazioni finanziarie. In particolare, al fine di permettere la valutazione del *trend* gestionale, si richiama l’attenzione sull’opportunità di confrontare i dati contabili eventualmente

---

<sup>10</sup> L’articolo 2.6.2 del Regolamento di Borsa Italiana prevede infatti che l’emittente è tenuto a comunicare a Borsa Italiana, entro 30 giorni dal termine dell’esercizio sociale precedente, il calendario annuale degli eventi societari nel quale sono precisati, anche sotto forma di intervalli temporali, le date stabilite per la riunione dell’organo competente di approvazione del primo e terzo resoconto intermedio di gestione dell’esercizio in corso. Le medesime comunicazioni sono altresì diffuse al pubblico secondo le modalità ivi indicate. Tali modalità sono considerate adeguate anche ai fini di quanto previsto dall’articolo 82-*ter* del Regolamento Emittenti, di cui si propone l’inserimento.

pubblicati nelle informazioni periodiche aggiuntive con quelli forniti nella precedenti rendicontazioni periodiche. Le informazioni finanziarie periodiche aggiuntive pubblicate dovrebbero trovare riscontro nel set informativo riportato nelle relazioni finanziarie *ex art. 154-ter* del TUF in precedenza pubblicate.

Inoltre si ricorda 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/2015/1415it).

Si precisa, inoltre, che la pubblicazione di informazioni periodiche aggiuntive potrà assumere la forma anche di un comunicato stampa, non essendo necessario predisporre un apposito documento (i.e. relazione trimestrale).

In ogni caso, la proposta di inserimento dell'articolo 82-*ter* non pregiudica l'applicazione degli obblighi di comunicazione al pubblico delle informazioni privilegiate da parte degli emittenti strumenti finanziari negoziati in mercati regolamentati (o in sistemi multilaterali di negoziazione) secondo quanto previsto dalla normativa di riferimento europea (regolamento (UE) n. 596/2014 e relativi atti di livello 2) e nazionale.

Con particolare riguardo agli emittenti sottoposti a vigilanza prudenziale, resta ferma la necessità di valutare la sussistenza dei richiamati obblighi di comunicazione delle informazioni privilegiate con riferimento alle informazioni contenute nelle situazioni contabili destinate ad essere riportate o ad alimentare le segnalazioni di vigilanza richieste dalla normativa prudenziale applicabile.

Il comma 2, come anticipato, richiede agli emittenti di rendere pubblica la motivazione sottostante alla decisione di modificare la *policy* adottata ai sensi della lettera *a*). Al fine di assicurare la chiarezza e la stabilità nel tempo della *policy*, si ritiene necessario che la decisione di interrompere la pubblicazione o di modificare, in modo sostanziale, il contenuto delle informazioni periodiche aggiuntive deve essere adeguatamente motivata e resa nota al pubblico. Al fine di evitare che la pubblicazione o meno di informazioni periodiche aggiuntive avvenga sulla base di un calcolo opportunistico, si richiede di effettuare tale valutazione avendo come orizzonte almeno un esercizio e, pertanto, la comunicazione che rende pubblica l'intenzione di interrompere la pubblicazione sarà efficace solo a partire dall'esercizio successivo.

Infine, al fine di garantire, un adeguato livello di diffusione e la parità di trattamento degli investitori, secondo quanto previsto dal comma 3, dovranno essere adottate le modalità di diffusione e di stoccaggio previste dal Regolamento Emittenti per la pubblicazione delle informazioni regolamentate.

Tali disposizioni saranno oggetto di monitoraggio da parte della Consob nell'arco del prossimo biennio e, sulla base della delega regolamentare contenuta nell'art. 154-*ter*, commi 5 e 5-*bis*, del TUF, l'Istituto potrà sottoporle a revisione in considerazione degli esiti della valutazione di impatto della regolamentazione che sarà effettuata entro due anni dall'entrata in vigore delle stesse.

(...)

(...)

**TITOLO II**

**Informazione societaria**

**Capo I**

**Disposizioni generali**

(...)

**Art. 65-bis**

*(Requisiti della diffusione delle informazioni regolamentate)*

1. Gli emittenti valori mobiliari rendono pubbliche le informazioni regolamentate assicurando un accesso rapido, non discriminatorio e ragionevolmente idoneo a garantirne l'effettiva diffusione in tutta l'Unione Europea. A tale fine le informazioni sono trasmesse utilizzando strumenti che garantiscono:

a) la relativa diffusione:

1. per quanto possibile simultanea, in Italia e negli altri Stati membri dell'Unione Europea, ad un pubblico il più ampio possibile;

2. ai media:

a. nel loro testo integrale senza *editing*;

b. in modo tale da assicurare la sicurezza della comunicazione, minimizzare il rischio di alterazione dei dati e di accesso non autorizzato nonché da garantire certezza circa la fonte di tali informazioni;

b) la sicurezza della ricezione rimediando quanto prima a qualsiasi carenza o disfunzione nella comunicazione delle informazioni regolamentate. Il soggetto tenuto alla diffusione delle informazioni non è responsabile di errori sistemici o carenze nei media ai quali le informazioni regolamentate sono state comunicate;

c) che le informazioni siano comunicate ai media in modo tale da chiarire che si tratta di informazioni regolamentate e identifichino chiaramente l'emittente in questione, l'oggetto delle informazioni e l'ora e la data della loro comunicazione da parte del soggetto ad essa tenuto.

2. Nel caso delle relazioni finanziarie annuali e semestrali, **informazioni finanziarie periodiche aggiuntive** ~~dei resoconti intermedi sulla gestione~~ 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.

3. Gli emittenti valori mobiliari predispongono, ove non già disponibile, un sito internet per la pubblicazione delle informazioni regolamentate.

(...)

**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.**

**5. CONSULTAZIONE DEI SOGGETTI INTERESSATI**

Sulla base delle analisi rappresentate nei paragrafi 1-3 e della proposta di modifica regolamentare contenuta nel paragrafo 4, è avviata una consultazione volta ad acquisire evidenze da parte dei soggetti interessati in merito.