

## 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 PRELIMINARE

14 APRILE 2016

Le risposte alla consultazione dovranno pervenire entro il 30 maggio 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 dell’analisi di impatto e pubblicati sul sito internet della Consob

#### 1. PREMESSA

Il legislatore nazionale è recentemente intervenuto mediante il Decreto Legislativo 15 febbraio 2016, n. 25, per dare attuazione alla Direttiva 2013/50/UE, con la quale è stata modificata, in particolare, la Direttiva 2004/109/CE, sull’armonizzazione degli obblighi di trasparenza riguardanti le informazioni sugli emittenti i cui valori mobiliari sono ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato (c.d. Direttiva *Transparency*).

Nel recepimento della disciplina europea, il legislatore è intervenuto per modificare le disposizioni relative alle relazioni finanziarie, innovando le regole inerenti alle pubblicazioni di informazioni periodiche relative al primo e al terzo trimestre di esercizio da parte di emittenti quotati, aventi l’Italia come Stato membro d’origine.

Nella **precedente formulazione**, l’art. 154-*ter* (Relazioni finanziarie), comma 5, prevedeva che:

“[...]5. Gli emittenti azioni quotate aventi l’Italia come Stato membro d’origine pubblicano, entro quarantacinque giorni dalla chiusura del primo e del terzo trimestre di esercizio, un resoconto intermedio di gestione che fornisce:

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

b) un’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.[...]”

Ai sensi citato Decreto Legislativo, il contenuto del predetto comma è **stato così riformulato**:

“[...]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.”

A seguito dell'introduzione di una nuova delega regolamentare, inoltre, l'articolo è stato integrato con successivo comma 5-bis, che fornisce **principi e criteri direttivi** per la sua definizione:

“[...]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'art. 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.”

Infine, in base al successivo comma 6, “[...]La Consob, in conformità alla disciplina europea, stabilisce con regolamento: a) i termini e le modalità di pubblicazione [...] delle eventuali informazioni aggiuntive di cui al comma 5 [...]”

## 2. ANALISI DI IMPATTO

La normativa primaria orienta l'esame degli elementi da considerare ai fini dell'eventuale esercizio della delega regolamentare, specificando che lo stesso deve essere condotto anche in chiave comparatistica.

In particolare, viene dato rilievo, da un lato, alla eccessiva **onerosità** che potrebbe essere connessa con l'introduzione (o, meglio, il mantenimento) degli 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 certa “**miopia**” nell'osservazione dei risultati, e sulle possibilità di **accesso dei piccoli e medi emittenti** ai mercati regolamentati.

Sulla base degli esiti della presente consultazione e delle analisi relative ai costi e ai benefici connessi, saranno valutate le **diverse opzioni disponibili**. Resta fermo che eventuali atti di carattere generale volti ad introdurre obblighi di informazione periodica aggiuntivi rispetto a quelli previsti dall'articolo 154-ter del TUF saranno sottoposti alla preventiva consultazione unitamente agli esiti dell'analisi di impatto effettuata.

## 2.1 Le analisi compiute dalla Commissione Europea

Secondo le analisi condotte dalla Commissione Europea<sup>1</sup> (CE), l'obbligo di pubblicazione delle relazioni trimestrali:

- rappresenterebbe un *onere significativo* soprattutto a carico dei piccoli e medi emittenti, la cui abolizione dovrebbe consentire di conseguire una significativa riduzione degli oneri correlati con l'ammissione a quotazione e dovrebbe determinare una diminuzione dei costi di accesso al mercato dei capitali;
- incoraggerebbe le imprese (e gli investitori) ad orientarsi verso le *performance* aziendali *a breve termine* a discapito di strategie di investimento di lungo periodo<sup>2</sup>;
- non sarebbe necessario per la protezione degli investitori.

L'abolizione dell'obbligo di pubblicazione delle informazioni trimestrali, dunque, consentirebbe di conseguire una riduzione degli oneri regolatori, quantificata dalla CE *fra i 2.000 e i 60.000 euro* annui per le piccole e medie imprese, e *fra i 35.000 e i 250.000 euro* annui per le imprese di grandi dimensioni. Tale abolizione, inoltre, potrebbe contribuire a ridurre la pressione sui risultati aziendali di breve periodo e non andrebbe a detrimento delle esigenze informative degli investitori attuali e potenziali.

Infatti, nonostante nell'ambito della consultazioni svolte dalla CE una percentuale rilevante di *stakeholders* abbia evidenziato l'utilità informativa della "trimestrale"<sup>3</sup>, ad avviso della Commissione stessa l'eliminazione di tale obbligo non determinerà una riduzione delle informazioni a disposizione degli investitori. Gli stessi, di fatto, risultano già sufficientemente garantiti, in primo luogo, dalla diffusione delle relazioni finanziarie annuali e semestrali che, a differenza della "trimestrale", sono redatte sulla base di criteri standardizzati e consentono il confronto delle informazioni.

Inoltre, a supporto dell'informativa al mercato, ai sensi della disciplina sugli abusi di mercato, ciascuna informazione di "*carattere preciso, che non è stata resa pubblica, concernente, direttamente o indirettamente, uno o più emittenti o uno o più strumenti finanziari, e che, se resa pubblica, potrebbe avere un effetto significativo sui prezzi di tali strumenti finanziari o sui prezzi di strumenti finanziari derivati collegati*" deve essere "*comunicata al pubblico, quanto prima possibile*", dagli stessi emittenti. Ancora, la Direttiva Prospetto richiede di pubblicare un documento informativo ogni qual volta si intenda effettuare un'offerta al pubblico e, nel corso della stessa, "*qualunque fatto nuovo significativo, [...] (relativo) alle informazioni contenute nel*

<sup>1</sup> Le analisi della Commissione sono contenute nell'*Impact Assessment* che accompagna la proposta di Direttiva e sono disponibili alla pagina <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52011SC1279&from=EN>

<sup>2</sup> La Commissione Europea, pur riconoscendo che l'enfasi sui risultati di breve periodo è riconducibile a una pluralità di cause, ha ritenuto che l'obbligo di pubblicazione di informazioni trimestrali costituisca un incentivo regolamentare in grado di inasprire tale approccio "miope" ai risultati aziendali.

<sup>3</sup> I rispondenti che si sono opposti all'abolizione della trimestrale per le piccole e medie imprese sono i gestori dei mercati (100%), le Autorità pubbliche (90%) e le società operanti nel settore della contabilità e della revisione (100%). Questi soggetti hanno sostenuto che un regime differenziato in relazione alle dimensioni aziendali avrebbe creato confusione e in ultima istanza danneggiato gli investitori. Poiché l'opzione relativa all'abolizione indifferenziata non è stata posta in consultazione non è stato possibile conoscere l'opinione degli *stakeholders* in relazione a tale possibilità. Secondo uno studio della società Mazars (società di consulenza che opera su base internazionale nel settore dei servizi contabili e fiscali) citato dalla CE, la maggior parte degli *stakeholders* europei (68,8%) considerano tale pubblicazione utile alla trasparenza dei mercati. D'altra parte, un risultato diverso deriva da tre dei più importanti mercati di capitale azionario europei: 66,7% degli *stakeholders* nel Regno Unito, il 50% in Lussemburgo e il 44% in Francia ritengono che tali informazioni non sono utili.

*prospetto che sia atto ad influire sulla valutazione degli strumenti finanziari e che sopravvenga o sia rilevato tra il momento in cui è approvato il prospetto e quello in cui è definitivamente chiusa l'offerta al pubblico o, se del caso, inizia la negoziazione in un mercato regolamentato, deve essere menzionato in un supplemento del prospetto”.*

Nel procedimento di analisi dell'opzione regolatoria ritenuta più efficace, la CE ha preso in considerazione e rigettato la possibilità di abolire l'obbligo esclusivamente con riferimento alle piccole e medie imprese, poiché tale soluzione avrebbe contribuito a creare “*double reporting standards*” sui mercati regolamentati, che avrebbero potuto creare confusione e danneggiare la visibilità proprio delle piccole e medie imprese.

Secondo la CE, in conclusione, l'abolizione per tutti gli emittenti dell'obbligo di pubblicazione delle informazioni trimestrali, consentirà di conseguire una significativa riduzione dei costi di accesso al mercato dei capitali, percepiti come sproporzionati in particolare dalle piccole e medie imprese, mantenendo un elevato livello di protezione degli investitori grazie agli obblighi di *disclosure* “continua” e “a evento” stabiliti dalla disciplina degli abusi di mercato e dell'offerta al pubblico. Il legislatore europeo ha stabilito di non imporre la redazione obbligatoria della trimestrale, lasciando a ciascun emittente la possibilità di valutare se esiste una domanda di informazioni e se il costo della loro pubblicazione in forma volontaria è adeguato ai relativi benefici.

## **2.2 Il profilo comparatistico**

Nell'ambito di un'attività di ricognizione preliminare condotta nel maggio 2015, è emerso che ***numerose autorità competenti non intenderebbero avvalersi della facoltà*** concessa dalla Direttiva di richiedere la pubblicazione di informazioni trimestrali. L'orientamento prevalente sarebbe quello di lasciare la possibilità agli emittenti di pubblicare le relazioni trimestrali su base volontaria.

I principali Stati membri hanno eliminato l'obbligo di pubblicazione delle relazioni trimestrali. In particolare:

- l'Autorità competente di 15 Stati (Belgio, Repubblica Ceca, Danimarca, Estonia, Francia, Germania, Islanda, Irlanda, Lettonia, Lituania, Lussemburgo, Malta, Svezia, Paesi Bassi e Regno Unito) ha rappresentato che nel proprio ordinamento il legislatore non intende avvalersi della facoltà concessa dalla Direttiva di richiedere la pubblicazione di informazioni trimestrali;
- 2 Stati (Polonia e Spagna) hanno invece indicato che avrebbero esercitato i poteri previsti al fine di richiedere la pubblicazione delle relazioni trimestrali;
- 11 Stati (Austria, Croazia, Cipro, Finlandia, Grecia, Ungheria, Norvegia, Portogallo, Romania, Slovacchia e Slovenia), alla data dell'indagine (maggio 2015), non avevano ancora assunto una decisione al riguardo.

Da un preliminare esame della normativa adottata in altri ordinamenti europei emerge che, in taluni contesti in cui è stato eliminato l'obbligo, è stata ***rilevata la necessità di raccomandare il rispetto di alcune regole di comportamento*** in caso di pubblicazione volontaria delle relazioni trimestrali. In questo senso si segnala la Francia nel cui ordinamento l'*Autorité des marchés financiers* (AMF) ha emanato, in data 2 febbraio 2015, una raccomandazione (DOC-2015-03) che ha indicato alcune precauzioni da seguire nel caso in cui si intenda pubblicare le relazioni trimestrali volontariamente.

In particolare, l'AMF ha raccomandato<sup>4</sup>:

- la pubblicazione sul sito internet della linea di condotta che l'emittente intende assumere al riguardo (che deve essere "*claire et stable dans le temps*");
- il rispetto di un formato chiaro e preciso del contenuto dei dati finanziari (la cui forma è discrezionale);
- il rispetto del principio di parità di trattamento, prevedendo che se una società comunica tali informazioni ad analisti e *partner* finanziari (esempio durante *road show* e incontri individuali o di gruppo o come parte dei contratti finanziamenti) in qualsiasi Paese, queste informazioni devono essere immediatamente pubblicate sotto forma di un comunicato stampa;
- il rispetto delle regole di *disclosure* delle informazioni privilegiate.

La Spagna ha optato invece per il mantenimento dell'obbligo generale di pubblicazione delle relazioni finanziarie trimestrali.

Diverso è l'approccio adottato in ordinamenti diversi da quello dell'Unione Europea. In particolare, la disciplina in materia di *corporate reporting* vigente negli Stati Uniti prevede la pubblicazione di rendicontazioni trimestrali (*Form 10-Q*) per tutte le società registrate presso la SEC (società con attività per almeno 10 milioni di dollari e più di 500 azionisti).

### 2.3 Le considerazioni preliminari della Consob

La pubblicazione di un'informativa trimestrale rappresenta uno strumento importante per la tutela degli investitori in quanto fornisce ai destinatari del bilancio **informazioni tempestive e attendibili** sui risultati degli emittenti.

Al riguardo, si deve tener conto del fatto che è **prassi consolidata**, soprattutto da parte degli **investitori istituzionali**, basare le scelte di investimento su informazioni tempestive e affidabili, pubblicate nel tempo compreso tra la pubblicazione della rendicontazione periodica semestrale e quella annuale. In tale contesto, in assenza di un resoconto trimestrale, potrebbero risultare necessari interventi volti a ripristinare la parità informativa in caso di *rumors* sull'andamento economico e patrimoniale degli emittenti nel lungo arco temporale tra la pubblicazione della rendicontazione semestrale (settembre) e la pubblicazione del bilancio (aprile).

La pubblicazione di un'informativa trimestrale fornisce, infatti, informazioni sull'andamento economico e finanziario nel periodo di riferimento, consolidando, allo stesso tempo, il quadro degli eventi rilevanti secondo un'**ottica aggregata**. Tale informativa può costituire un **valore aggiunto** fra i fattori che contribuiscono alle decisioni di investimento, rispetto alla comunicazione puntuale di informazioni privilegiate che siano state eventualmente diffuse nel corso del trimestre.

Infine, si segnala che, su base volontaria, un numero significativo di emittenti italiani pubblica una rendicontazione contabile trimestrale **più completa** rispetto al contenuto minimo richiesto. Tali circostanze forniscono una evidenza del fatto che gli emittenti quotati hanno mostrato nel tempo una preferenza a **sostenere i costi aggiuntivi** per la predisposizione della rendicontazione trimestrale completa, non considerando quindi sproporzionati i relativi costi, rispetto ai **benefici di una maggiore trasparenza nei confronti degli investitori**.

<sup>4</sup> Il testo della raccomandazione è accessibile tramite la pagina web <http://www.amf-france.org/Reglementation/Doctrine/Doctrine-list/Doctrine.html?category=I+-+Emetteurs+et+information+financi%C3%A8re&docId=workspace%3A%2F%2FSpacesStore%2F2daf452-d0d2-40ca-97c0-8caa2f1121f8>

### 3. LA CONSULTAZIONE DEI SOGGETTI INTERESSATI

Poiché la legge prevede che “*Prima dell’eventuale introduzione degli obblighi* [di pubblicazione di informazioni periodiche aggiuntive rispetto alla semestrale e al bilancio annuale], *la Consob rende pubblica l’analisi di impatto*”, è avviata una consultazione preliminare, volta ad acquisire elementi utili per verificare la sussistenza delle condizioni imposte dal legislatore ai fini dell’esercizio della delega e, pertanto, propedeutica all’effettuazione di una compiuta analisi di impatto.

Nell’ambito della consultazione, *si richiede*:

- agli *emittenti quotati*, alle relative *associazioni di categoria* e a coloro che svolgono per loro conto attività di *consulenza legale*, di fornire dati ed evidenze in merito all’*onerosità* e alla *proporzionalità* degli adempimenti derivanti dall’obbligo di pubblicazione delle informazioni finanziarie trimestrali, anche con riferimento alle stime proposte dalla CE, tenendo conto: (i) delle problematiche connesse all’acquisizione e alla diffusione delle informazioni nel caso in cui l’emittente quotato sia parte di un gruppo e (ii) dei diversi obblighi informativi previsti in altre giurisdizioni (ad esempio con riferimento all’ipotesi di *dual listing* e all’informativa resa dai *comparables*);

- ai *piccoli investitori*, alle *associazioni di consumatori*, agli *investitori istituzionali*, ai *consulenti*, agli *analisti finanziari* e alle rispettive *associazioni di categoria*, nonché a *Università*, *Centri di Ricerca* e singoli *studiosi* che abbiano condotto specifici studi relativi alle decisioni di investimento, di fornire dati ed evidenze in merito all’*utilità aggiuntiva delle informazioni trimestrali* ai fini delle decisioni degli investitori, specificando i relativi contenuti, rispetto a quelle pubblicate ai sensi delle normative sul prospetto e sugli abusi di mercato. In particolare, si richiederanno indicazioni in ordine al contenuto minimo ritenuto necessario per formulare scelte di investimento (ad esempio, situazione patrimoniale, risultato netto, andamento dei ricavi, ecc.);

- a *Università*, *Centri di Ricerca* e singoli *studiosi*, di fornire dati ed evidenze relative alla relazione diretta fra la pubblicazione di informazioni finanziarie trimestrali e l’attenzione eccessiva ai risultati e al rendimento a *breve termine* degli emittenti;

- alle *piccole e medie imprese* e alle relative *associazioni di categoria*, di fornire dati ed evidenze relative all’impatto negativo sulle *possibilità di accesso* dei piccoli e medi emittenti ai mercati regolamentati.