



DIPARTIMENTO DI SCIENZE GIURIDICHE

Prof. Francesco Vella  
Università di Bologna  
Via Zamboni 27/29  
40126, Bologna

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

**Oggetto: Documento di consultazione preliminare Consob del 14 aprile 2016 sulle modifiche alla disciplina delle relazioni finanziarie periodiche**

Nel ringraziare per l'opportunità offerta, svolgerò alcune brevi considerazioni per rispondere al documento di consultazione preliminare del 14 aprile 2016, relativo alle modifiche alla disciplina delle relazioni finanziarie periodiche introdotte dal d.lgs. 15 febbraio 2016, n. 25, che recepisce la Direttiva 2013/50/UE.

### **1. L'informazione contabile nel sistema del "long-term"**

È opportuno, in primo luogo, dal punto di vista sistematico e ordinamentale, collocare la direttiva 2013/50 nel contesto delle politiche europee in materia, contesto che, come riportato nel documento di consultazione, è incardinato sull'esigenza di indirizzare verso un orientamento di lungo termine le strategie di emittenti e investitori. Ci si riferisce ad un approccio "sistematico" in quanto queste specifiche politiche europee presuppongono, come è noto, una complessiva revisione degli assetti regolamentari con l'obiettivo, sono parole della stessa Commissione, di "riprendere a crescere in maniera intelligente, sostenibile e inclusiva".

Una simile revisione si estende trasversalmente ad una molteplicità di settori all'interno dei quali la finalità è quella di verificare la compatibilità e congruità delle singole discipline con l'obiettivo di promuovere investimenti (così come, ancora una volta, individuati e definiti dalla comunicazione della Commissione europea sul finanziamento a lungo termine dell'economia del 27 marzo 2014) che siano "produttivi", e cioè indirizzati al sostegno di attività per la crescita, "diversificando i mezzi di produzione e creando posti di lavoro in modo intelligente, sostenibile e



## DIPARTIMENTO DI SCIENZE GIURIDICHE

inclusivo”, “pazienti”, senza cioè preoccuparsi troppo delle “fluttuazioni dei prezzi a breve termine”, e “impegnati” nel tener conto anche delle questioni ambientali sociali e di *governance*.

A fronte dell’inevitabile genericità, e oggettivamente difficile misurabilità, di simili parametri, assume invece un’indubbia rilevanza l’intelaiatura di specifici interventi volti a “calibrare” (ancora sono espressioni utilizzate dalla Commissione) le politiche regolamentari verso un condiviso e comune raggiungimento di questi obiettivi.

Questi interventi (che come noto coinvolgono una pluralità di operatori – banche, assicurazioni, banche di sviluppo nazionale, fondi pensione ecc. – e di strumenti – azioni, cartolarizzazioni, obbligazioni garantite, *private placement* ecc.) appaiono tra loro legati proprio da una logica di stretta interconnessione, o appunto di sistema, presupponendo una coerenza di tutte le misure alle finalità dichiarate in un contesto nel quale “tutto si regge”, e dove segnali contraddittori e in controtendenza correrebbero il rischio di riverberarsi sull’intera intelaiatura, pregiudicando così il disegno complessivo che si intende perseguire.

Queste rapidissime e sintetiche osservazioni possono rappresentare una possibile chiave di lettura per una valutazione del ruolo dell’informazione contabile, individuata dalla Commissione come uno dei pilastri fondanti della politica di *long term*, esaminando “la questione di far quadrare l’accuratezza delle informazioni fornite agli investitori con la presenza di incentivi sufficienti a far sì che gli investimenti al lungo termine vengano mantenuti e gestiti”.

In questo contesto sono stati presi in considerazione, come elementi rilevanti, la possibile volatilità di mercato generata dall’applicazione del principio del *fair value* (tema sul quale sono ancora in corso analisi e elaborazioni) e, appunto, la frequenza dell’informazione oggetto della direttiva 2013/50.

Appare evidente che un eventuale depotenziamento di questo secondo pilastro, da parte delle autorità di vigilanza nazionali che impongano una maggiore frequenza dell’informazione contabile obbligatoria, costituisce un’importante deroga ai principi introdotti dalla direttiva, che deve essere valutata innanzitutto nell’ambito della sua coerenza con le richiamate linee di *policy*. Bisogna verificare se e in che misura una simile deroga introduca nel complessivo assetto di sistema del *long term* un segnale contraddittorio, soprattutto se questo si realizzasse in un contesto di allineamento



## DIPARTIMENTO DI SCIENZE GIURIDICHE

della maggioranza degli stati membri verso una abolizione dell'obbligo di *financial reporting* trimestrale.

Inoltre se una simile verifica, come sottolinea il documento di consultazione riportando gli indirizzi europei, si risolve in un alleggerimento economico degli oneri regolatori, non necessariamente deve "passare" attraverso la distinzione tra piccoli e medi emittenti. Infatti, una differenziazione della frequenza in ragione della dimensione, da un lato non troverebbe una piena giustificazione (anzi per certi versi si potrebbe sostenere che soprattutto per particolari categorie di emittenti come quelli di più recente quotazione e quindi non ancora consolidati come le imprese di grandi dimensioni sia necessario un surplus di informazione per garantire una più costante conoscibilità), dall'altro potrebbe introdurre curvature distorsive e doppi regimi nelle scelte effettuate dagli investitori.

### **2. Frequenza dell'informazione contabile e "short-termism" nella letteratura economica**

Il documento di consultazione domanda se esistano "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". Un'analisi della più recente letteratura economica in materia fornisce una risposta affermativa, ed è opportuno tracciarne sinteticamente le linee evolutive.

Vi sono innanzitutto studi che considerano gli effetti della frequenza dell'informazione sul costo del capitale. In generale, aumentare l'informazione può diminuire il costo del capitale (Fu, Kraft, Zhang, 2012), ed è perciò naturalmente gradita agli investitori. Ma l'informazione ha anche lati negativi.

Una trasparenza mensile, per esempio, non è associata ad una riduzione dell'asimmetria informativa, mentre molto più efficace a questo fine è l'abbondanza ed il dettaglio dell'informazione (Van Buskirk, 2012): questo studio suggerisce al giurista che una maggiore concentrazione delle norme sulla quantità e qualità dell'informazione annuale può portare maggiori benefici di una informazione meno precisa ed abbondante, ma più disseminata. Ciò si pone in linea con il filone di ricerca che dimostra l'esistenza e studia il *trade-off* tra frequenza e valore predittivo dell'informazione (Mensah, Werner, 2006).



## DIPARTIMENTO DI SCIENZE GIURIDICHE

Vi è poi evidenza del fatto che la domanda di *report* interinali da parte del mercato varia significativamente con il tipo di società, e 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 sia la legge ad imporlo (Butler, Kraft, Weiss, 2007). I *report* annuali, però, possono perdere d'impatto se esistono quelli infra-annuali (DeFond, Hung, Trezevant, 2008) ed in mancanza di trimestrali il mercato si approvvigionerà delle informazioni necessarie osservando la media dei valori dell'industria di riferimento in quel periodo, anche in altri paesi (Arif, De George, 2015).

Fin qui, dunque, si è detto gli effetti dell'informazione sul costo del capitale e sulla disponibilità degli investitori a considerare i titoli di un emittente; c'è poi un secondo filone di ricerca che si concentra invece sugli effetti che la frequenza del *financial reporting* produce sull'ottica di gestione degli amministratori di società.

Da tempo oramai vi sono autori che ipotizzano una connessione tra frequenza della trasparenza richiesta, comportamento miope degli amministratori e pressioni esercitate dal mercato (Bhojraj, Libby, 2005), e si è giunti a studi più maturi sulla correlazione tra *short-termism* manageriale e frequenza dei *report* obbligatori (Ernstberger, Link, Vogler, 2011), che indicano anche che la pressione esterna che gli emittenti percepiscono per buoni risultati infra-annuali si pone in forte conflitto con i loro obiettivi di lungo periodo (Brunzell, Liljebloom, Vaihekoski, 2011). In particolare un costo troppo a lungo trascurato dell'aumento della frequenza degli *interim report* è l'aumento dello *short-termism* dei gestori, e l'aumento della frequenza dell'informazione – seppure abbia alcuni benefici – non può dunque dirsi sempre desiderabile. Ciò dimostra che l'eccessiva frequenza dell'informazione non cambia solo il comportamento degli investitori, ma ha anche un impatto rilevante sul “mondo al quale [quell'informazione] si riferisce”, ossia la *governance* dell'emittente (Gigler, Kanodia, Sapra, Venugopalan, 2014). Altri studi, sempre molto recenti, hanno dimostrato che una maggiore frequenza nell'informazione finanziaria ha effetti “reali”, nel senso che è associata ad un significativo declino negli investimenti nel corso degli anni, a sua volta un riflesso di una gestione sociale eccessivamente orientata al breve periodo (Kraft, Vashishta, Venjatchalam, 2016).

L'effetto di questi studi ha travalicato la sede scientifica di appartenenza, per influenzare direttamente i regolatori ed il dibattito politico e giuridico: parla ad esempio di necessità di



## DIPARTIMENTO DI SCIENZE GIURIDICHE

abbandonare il “mantra” della trasparenza, che non considera gli effetti negativi delle forti fluttuazioni di mercato indotte dagli *interim report*, e della loro imprecisione, la *Kay review*, che sconsiglia fortemente il mantenimento di una eccessiva frequenza di reporting (Kay, 2012); nello stesso già le indicazioni di Singapore (Fong, 2007).

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.

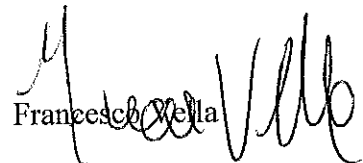
### 3. Conclusioni

Gli obiettivi di *policy* dell’Unione europea appaiono chiaramente indirizzati verso una prospettiva di disincentivo dell’ottica di breve periodo a vantaggio di quella di medio-lungo termine. E’ in questo contesto che l’obbligatorietà della frequenza dell’informazione va considerata.

La letteratura fornisce evidenze sui costi della relazione trimestrale, di difficile qualificazione (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 infra-annuale potrà aiutare gli investitori *retail*: non essendo funzionale a questo tipo di soggetti, la rilevanza complessiva dell’obbligo di rendiconto trimestrale si riduce.

Ringraziando per l’attenzione porgo i migliori saluti,

  
Francesco Vella



DIPARTIMENTO DI SCIENZE GIURIDICHE

RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI

- ARIF, S., DE GEORGE, E.T., *Does financial reporting frequency affect how earnings news travels around the world? Evidence from transnational information transfers*, settembre 2015, working paper disponibile all'indirizzo [www.care-mendoza.nd.edu](http://www.care-mendoza.nd.edu).
- BHOJRAJ, S., LIBBY, R., *Capital market pressure, disclosure frequency-induced earnings/cash flow conflict, and managerial myopia*, in *The Accounting Review*, 2005 (80), 1-20.
- BRUNZELL, T., LILJEBLOM, E., VAIHEKOSKY, M., *Short-term expectations in listed firms: the mitigating impact of private equity owners*, 2011, working paper disponibile all'indirizzo [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).
- BUTLER, M., KRAFT, A., WEISS, I.S., *The effect of reporting frequency on the timeliness of earnings: the case of voluntary and mandatory interim reports*, in *Journal of Accounting and Economics*, 2007 (43), 181-217.
- DEFOND, M., HUNG, M., TREZEVANT, R., *Investor protection and the information content of annual earnings announcements; international evidence*, in *Journal of Accounting and Economics*, 2008 (44), 37-67.
- ERNSTBERGER, J., LINK, B., VOGLER, O., *The real business effects of quarterly reporting*, 2015, disponibile all'indirizzo [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).
- FONG, M., *Council opposes introduction of quarterly reporting. Letter by President, Hong Kong Institute of CPAs*, 2007, [www.hkicpa.org.hk](http://www.hkicpa.org.hk).
- FU, R., KRAFT, A., ZHANG, H., *Financial reporting frequency, information asymmetry and the cost of equity capital*, in *Journal of Accounting and Economics*, 2012 (54), 132-149.
- GIGLER, F., KANODIA, C., SAPRA, H., VENUGOPALAN, R., *How frequent financial reporting can cause managerial short-termism: an analysis of the costs and benefits of increasing reporting frequency*, in *Journal of Accounting Research*, 2014 (52), 357-387.
- KAY, J., *The Kay Review of UK equity markets and long-term decision making – final report*, luglio 2012, disponibile all'indirizzo [www.gov.uk](http://www.gov.uk).
- KRAFT, A., VASHISHTA, R., VENJATACHALAM, M., *Real effects of frequent financial reporting*, 2016, disponibile su [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).
- MENSAH, Y.M., WERNER, R., *The Capital Market Implications of the Frequency of Interim Financial Reporting: An International Analysis*, in *Review of quantitative finance and accounting*, 2008 (31), 71-104.
- VAN BUSKIRK, A., *Disclosure frequency and information asymmetry*, 2011, *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 2012 (38), 411-440.