

DOCUMENTO DI CONSULTAZIONE PRELIMINARE CONSOB SU MODIFICHE ALLA DISCIPLINA DELLE RELAZIONI FINANZIARIE INTRODOTTE DAL D. LGS. 15 FEBBRAIO 2016, N. 25 CHE RECEPISCE LA DIRETTIVA 2013/50/UE – 14 aprile 2016

La presente nota fa seguito alla richiesta di commenti, avanzata dalla Consob tra gli altri all'Associazione dei Docenti di Economia degli Intermediari e dei Mercati Finanziari (ADEIMF), nell'ambito della consultazione volta ad acquisire elementi utili per verificare la sussistenza delle condizioni riguardanti: a) gli oneri delle informazioni finanziarie aggiuntive; b) la proporzionalità del contenuto delle informazioni aggiuntive rispetto alle decisioni di investimento assunte dagli investitori; c) il fatto che le informazioni periodiche aggiuntive non favoriscano un'attenzione eccessiva al breve termine da parte degli emittenti e non incidano negativamente sulla possibili di accesso dei piccoli e medi emittenti ai mercati regolamentati.

Rispettando la richiesta Consob, articolata per temi e rivolta a diverse categorie di istituzioni e operatori, comprese le Università e singoli studiosi, il testo che segue si concentra sul tema della relazione tra la pubblicazione di informazioni finanziarie trimestrali e l'attenzione eccessiva ai risultati e al rendimento a breve termine degli emittenti.

Gli estensori della presente nota sono stati incaricati dal Consiglio ADEIMF a rispondere alle richieste della Consob nell'ambito della consultazione preliminare. La responsabilità dei contenuti è attribuibile esclusivamente ai due autori.

Informazioni finanziarie trimestrali, costo del capitale e decisioni di investimento

La scelta di pubblicare i risultati trimestrali delle imprese i cui valori mobiliari sono ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato è stata ed è tuttora oggetto di un intenso dibattito che vede coinvolte istituzioni, operatori e ricercatori di molti paesi.

Alle autorità di vigilanza nazionali spetta il compito di definire l'obbligatorietà o la natura volontaria di tali pubblicazioni, tenendo in considerazione gli effetti che l'informazione frequente produce non solo sull'economia dei singoli operatori ma anche, e soprattutto, sul benessere generale del sistema economico. Con l'approvazione della Direttiva 2013/50/UE che modifica la Direttiva *Transparency* viene infatti abolito l'obbligo per gli emittenti di pubblicazione delle informazioni trimestrali ma viene lasciata alle autorità nazionali competenti la facoltà di prevedere o meno l'obbligatorietà. Tale scelta ha riflessi importanti per le imprese e gli investitori.

I sostenitori di una maggiore frequenza del *reporting*, che esprimono prevalentemente il punto di vista dei mercati finanziari¹, ritengono che la tempestività e frequenza nel comunicare i risultati

¹ Anche nel mondo degli investitori istituzionali non mancano posizioni favorevoli ad una limitazione della frequenza di pubblicazione dei risultati: Larry Fink, CEO di Blackrock, ha recentemente inviato una lettera ad ognuno dei CEO delle imprese dello Standard & Poor's 500, chiedendo loro di interrompere la pubblicazione delle previsioni dei risultati trimestrali. Nel rapporto di John Kay sul mercato finanziario UK numerosi *asset managers* sostengono la non obbligatorietà degli *interim reports* (Kay J., (2012), Review of UK Equity Markets and Long-Term Decision, Interim Report, February, pp.1-52).

aziendali comporti una riduzione delle asimmetrie informative tra managers e investitori, migliorando la comprensione delle decisioni aziendali e dei loro riflessi sulla performance.

I managers di impresa lamentano invece la tendenza dei mercati finanziari ad adottare una valutazione eccessivamente condizionata dai risultati di breve termine, in opposizione all'orizzonte di lungo periodo tipico delle decisioni aziendali. L'attenzione eccessiva che il mercato rivolge alla comunicazione dei risultati trimestrali conseguiti e di quelli previsti, con effetti in termini di crescente volatilità dei prezzi, rappresenterebbe un ulteriore costo di mercato che si aggiunge a quelli diretti sostenuti per adempiere con maggiore frequenza agli obblighi informativi.

Il nesso tra frequenza della comunicazione dei risultati, risposta dei mercati in termini valutativi e politiche di investimento più o meno ottimali delle imprese è al centro di un'ampia letteratura finanziaria. L'attenzione di questi studi è prevalentemente rivolta a comprendere come i comportamenti dei mercati e la lettura che questi fanno delle informazioni aziendali possono influire sulle decisioni più rilevanti per la crescita e la redditività delle imprese. I risultati raggiunti, seppure non univoci nel valutare la prevalenza dei costi o dei vantaggi dell'obbligatorietà delle informazioni trimestrali, offrono elementi di riflessione utili per rispondere alle domande poste dall'analisi di impatto svolta dalla autorità di vigilanza.

Nella letteratura sulla qualità e frequenza dell'informazione societaria e sulla valutazione che ne fanno i mercati la variabile più analizzata è rappresentata dal costo del capitale con cui gli operatori scontano i flussi di cassa futuri generati dalle imprese. Che una soddisfacente informativa al mercato possa ridurre il costo del capitale è un beneficio citato anche dal documento di consultazione redatto dal Ministero dell'Economia circa l'attuazione della *Transparency Directive*. Con riferimento alla scelta che alcuni paesi hanno lasciato alle società quotate fra il pubblicare, ogni trimestre, una breve descrizione dell'andamento della gestione o una relazione finanziaria trimestrale completa, si legge infatti: «Nell'impostazione seguita dai tre Paesi presi in considerazione, l'emittente fa una valutazione autonoma sui benefici che può ricavare fornendo un'informativa più dettagliata. Il mercato attribuisce una sorta di "etichetta di qualità" all'informativa fornita. Il beneficio per l'emittente dovrebbe, in ultima analisi, consistere in una riduzione del costo del capitale».

Diversi sono gli studi² che rilevano come a maggiori livelli di *disclosure* nel bilancio dell'impresa si associ un minore costo del capitale azionario e che confermano come al ridursi delle asimmetrie informative tra prenditore di fondi e investitori, così come tra gli investitori, diminuisca il premio per il rischio non diversificabile richiesto, con la conseguente riduzione del fattore con cui vengono scontati i risultati di impresa. Nel sottolineare il nesso informazione societaria-costi del capitale gli studi offrono una prima spiegazione basata sull'efficienza allocativa, secondo cui una *disclosure* contabile di alta qualità aumenta la comprensione circa la redditività degli investimenti realizzati dall'impresa e, aumentando l'offerta di fondi a favore delle opportunità di investimento più promettenti, contribuisce a ridurre il costo del finanziamento. Effetti positivi della

² Cfr. Barth M.E., Konchitchki Y. e W.R. Landsman, (2013), Cost of capital and earnings transparency, *Journal of Accounting and Economics*, 55, pp.206-224. Gli autori, utilizzando una misura di "trasparenza degli utili contabili" di un campione di imprese statunitensi per il periodo 1974-2000 riscontrano una relazione statisticamente significativa e negativa tra costo del capitale e trasparenza del bilancio.

comunicazione sono riscontrati peraltro anche sul costo del debito, in particolare per le imprese più rischiose³.

Oltre al vantaggio di efficienza allocativa, si sottolinea l'effetto che la *disclosure* produce in termini di minori asimmetrie tra tipologie di investitori. 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. L'aumento del volume delle negoziazioni e la minore volatilità dei prezzi sarebbero pertanto all'origine della contrazione del premio per il rischio e dell'abbassamento del costo del capitale⁴.

Tuttavia, come efficacemente rileva Kothari (2000)⁵, non è osservabile una *corner solution* di massima *disclosure*. Esistono infatti costi diretti che l'impresa sostiene nel trasmettere informazioni al mercato, la cui incidenza aumenta al crescere della frequenza e del dettaglio delle informazioni e che, data la natura prevalente di costi fissi, penalizza le minori dimensioni di impresa. Ai costi diretti si aggiungono quelli collegati alla natura proprietaria dell'informazione e agli svantaggi competitivi che possono derivare dalla pubblicità di fatti e strategie aziendali. Infine, non trascurabili possono risultare i costi di contenzioso giudiziario, così come di *reputation*, associati alla *disclosure* da parte del management di previsioni incerte e non verificabili sulle prospettive reddituali dell'impresa, qualora i risultati si dimostrassero poi sfavorevoli.

La rilevanza di questi costi, che risulta comunque differenziata in relazione alla dimensione di impresa e alle sue caratteristiche operative (si pensi alla rilevanza dell'informazione proprietaria per imprese ad alto contenuto di ricerca), è motivo per richiedere una riduzione della frequenza di *reporting* e per mettere in discussione l'utilità delle previsioni a breve termine sugli utili di impresa⁶.

A sostegno di un'ipotesi di *trade-off* tra frequenza del *reporting* contabile e costi per l'impresa vi è anche l'idea che, oltre un certo livello di trasparenza, la relazione tra i rendimenti richiesti dal mercato e il grado di *disclosure* diventi positiva. Botosan e Plumlee (2002)⁷, nello studio condotto su 668 imprese americane nel decennio 1985-05, oltre ad aver rilevato come a maggiori livelli di *disclosure* nel bilancio annuale si associ un minore costo del capitale azionario, ottengono un risultato contrario, quando la maggiore trasparenza viene perseguita tramite strumenti più tempestivi come le relazioni trimestrali. La spiegazione di tale comportamento è attribuita alla maggiore volatilità dei prezzi delle azioni e quindi al superiore premio per il rischio che sarebbe

³ Cfr. Sengupta P. (1998), Corporate disclosure quality and the cost of debt, *The Accounting Review*, 73, n. 4, pp.459-474.

⁴ Sulla relazione positiva tra *bid-ask spread* e rendimento richiesto dal mercato si veda il contributo di Amihud, Y. e H. Mendelson (1986), "Asset Pricing and the Bid-Ask Spread" *Journal of Financial Economics* 17, pp.223-49.

⁵ Kothari S.P., (2000), The Role of Financial Reporting in Reducing Financial Risk in the Market, Conference Series, Federal Reserve Bank of Boston, vol.44, Jan., pp.89-102

⁶ Sui costi dell'*earnings guidance* si veda il contributo di Hsieh P., T. Koller e S.R. Rajan, *The McKinsey Quarterly*, March 2006. Secondo gli autori "Our recent survey found, however, that providing quarterly guidance has real costs, chief among them the time senior management must spend preparing the reports and an excessive focus on short-term results."

⁷ Botosan C.A. e M.A. Plumlee, (2002), A Re-examination of Disclosure Level and the Expected Cost of Equity Capital, *Journal of Accounting Research*, Vol. 40, Issue 1, March, pp. 21-40

richiesto dagli investitori. La questione è tuttavia controversa in quanto altri studi riscontrano come le società con una maggiore frequenza del *financial reporting* godano di un minore costo del capitale azionario⁸.

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 periodo⁹ che, con i loro scambi ravvicinati, rendono i prezzi dei titoli più volatili, con conseguenze negative sul costo del capitale. All'impazienza degli investitori¹⁰, con il crescente peso assunto dai cosiddetti *transient institutional investors*, sarebbe da attribuire l'incremento del *trading* e della variabilità dei rendimenti azionari¹¹. A ciò si aggiunga che la capacità del mercato di valutare ex-ante la bontà di investimenti a lungo termine non pare impeccabile: nel riscontrare l'assenza di relazione fra la reazione di borsa all'annuncio di operazioni di fusione/acquisizione e la performance di lungo termine delle imprese coinvolte, Rehm e West (2016)¹² giungono alla conclusione che “*Announcement effects are a good instant measure of market sentiment but a poor indicator of longer-term value creation.*”

Assumendo come valide queste indicazioni occorre dunque riconoscere che l'intensificazione del *reporting*, ancor prima che la causa dei maggiori costi dell'impresa, rappresenta uno dei fenomeni, anche se non il più importante, con cui si manifesta la tendenza del sistema economico (non solo dei mercati e degli investitori ma anche delle imprese e dei loro managers) a privilegiare un orizzonte di breve termine dei propri investimenti. Una tale visione è ritenuta responsabile del calo dell'accumulazione reale delle imprese che, negli ultimi decenni, hanno accentuato l'utilizzo delle risorse interne per remunerare gli azionisti, attraverso maggiori dividendi e riacquisto azioni, o mantenendo una posizione straordinariamente liquida dei propri bilanci¹³.

Anche questa interpretazione è riconducibile ai cambiamenti, in questo caso di natura strutturale, che sarebbero intervenuti nella determinazione del costo del capitale. Secondo Haldane (2011)¹⁴ gli investitori sconterebbero eccessivamente i flussi di cassa futuri penalizzando più che

⁸ Cfr. Fu R., A. Kraft e H. Zhang, (2012) Financial Reporting Frequency, Information Asymmetry, and the Cost of Equity, *Journal of Accounting and Economics*, 54(2-3), 132-149.

⁹ Cfr. Bushee B. e C. Noe (2000), Corporate Disclosure Practices, Institutional Investors, and Stock Return Volatility, *Journal of Accounting Research*, 171-202

¹⁰ A questa conclusione perviene il modello proposto in Gigler F., C. Kanodia, H. Saprà, R. Venugopalan, (2014), How Frequent Financial Reporting Can Cause Managerial Short-Termism: An Analysis of the Costs and Benefits of Increasing Reporting Frequency, *Journal of Accounting Research* (Forthcoming), pp.1-43.

¹¹ Per un approfondimento sulle tipologie di investitori e sugli effetti in termini di variabilità delle quotazioni si veda Pozen R.C., (2014), *Curbing Short-Termism in Corporate America: Focus on Executive Compensation*. Governance Studies at Brookings, May, pp.1-19. L'autore qualifica i *transient investors* come investitori istituzionali che basano le loro decisioni prevalentemente su fattori tecnici più che sui fondamentali delle imprese. Citando la letteratura sul tema si dà evidenza di come il prevalere di questa categoria di investitori determini una maggiore probabilità di una rappresentazione non corretta della situazione economico-finanziaria dell'impresa e una maggiore debolezza dei controlli interni.

¹² Rehm W. e A. West (2016), *Managing the market's reaction to M&A deals*, McKinsey&Company, May, pp.1.4.

¹³ Sui comportamenti di investimento delle imprese e la tendenza ad accrescere le riserve di liquidità si veda il recente contributo di Gruber J.W. e S.B.Kamin, (2015), *The Corporate Saving Glut in the Aftermath of the Global Financial Crisis*, International Finance Discussion Papers, IMF, November, pp.1-27.

¹⁴ Haldane A.G., (2011), *The Short Long*, Speech, Bank of England, May, pp.1-16

proporzionalmente quelli più distanti nel tempo. Accorciando l'orizzonte di valutazione si arriverebbe a considerare con NPV negativo investimenti che, senza la distorsione del breve termine, risulterebbero remunerativi. Analogamente, per effetto del maggiore fattore di sconto si modificherebbe la politica degli investimenti a favore di quelli a vita più breve.

La maggiore frequenza della *disclosure* avrebbe accompagnato questa crescente miopia degli operatori contribuendo a sua volta a concentrare l'attenzione sulle performance di breve periodo. Kraft e altri (2014)¹⁵ offrono evidenza empirica di come nell'esperienza americana il passaggio, avvenuto nel 1970, da una rendicontazione obbligatoria semestrale ad una trimestrale si sia caratterizzato per una significativa riduzione degli investimenti nel periodo successivo tale cambiamento.

In letteratura non mancano tuttavia posizioni che ridimensionano la tesi che sostiene la tendenza verso un maggiore *short-termism* dei mercati. Per Roe (2013)¹⁶ una valutazione di questa tendenza deve essere collocata in una visione più generale del funzionamento del sistema economico e finanziario. Nel caso americano la maggiore frequenza del *trading* da parte di alcune tipologie di investitori risulta ampiamente bilanciata dall'importanza che assume il settore del *venture capital* e del *private equity* nel sostenere i processi di crescita interna ed esterna delle imprese. L'atteggiamento miope dei mercati sarebbe inoltre contraddetto dalle scelte di investimento finanziario in imprese appartenenti a settori ad alto contenuto di innovazione e ricerca, la cui valutazione richiede una capacità degli investitori di guardare ai risultati attesi nel lungo periodo. 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 che se lo *short-termism* ha origine nel comportamento dei managers è nel loro interesse ridurre il controllo dei mercati e la frequenza con cui rilasciare le informazioni.

Rispetto a queste considerazioni è facile rilevare come esistano differenze tra paesi che riguardano le caratteristiche degli investitori. In diverse economie la scarsa rilevanza di investitori con una propensione a intraprendere investimenti di lungo termine e con elevato rischio non consente di compensare a livello di sistema una tendenza comunque riconosciuta di investitori con orizzonti temporali a breve termine. Inoltre è dubbio che una frequenza trimestrale possa incidere in modo efficace sulla disciplina di managers che orientano i propri risultati sulla durata del loro mandato.

I risultati delle analisi svolte coinvolgendo gli operatori di impresa e dei mercati finanziari, e una parte importante della letteratura finanziaria, hanno un denominatore comune nell'idea che 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 stessi¹⁷. La

¹⁵ Kraft A.,R, Vashishtha, e M. Venkatachalam (2014), Real Effects of Frequent Financial Reporting, Draft, August, pp.1-45

¹⁶ Roe M.J.,(2013), Corporate Short-Termism n the Boardroom and in the Courtroom,The Business Lawyer; Vol. 68, August, pp.977-1006.

¹⁷ Attraverso un questionario distribuito a 401 CFO, Graham e altri (2011) trovano che l'80% dei manager rinuncerebbe a intraprendere investimenti con VAN positivo se ciò dovesse ridurre l'utile per azione trimestrale al di sotto delle aspettative di consenso. Cfr. Graham J.R., Harvey C.R. e Rajgopal S. (2005), The Economic Implications of Corporate Financial Reporting, Journal of Accounting and Economics, Vol. 40, December, pp. 3-73.



quantità, e la frequenza ad essa associata, così come la qualità dell'informazione sono variabili con conseguenze strategiche che richiedono di essere valutate nel loro effetto sulla formazione dei prezzi e, più in generale, per la ricaduta sul benessere sociale. Assumendo una visione che è quella dell'autorità di vigilanza, che va oltre lo specifico processo di determinazione dei prezzi, la decisione di limitare la frequenza con cui obbligatoriamente le imprese comunicano i propri risultati può essere validamente motivata. E' coerente con l'obiettivo ampiamente riconosciuto di contrastare una tendenza a sovrappesare le decisioni di breve termine delle imprese che portano a limitare politiche di investimento di maggiore respiro. Produce effetti immediati, riducendo gli oneri amministrativi delle imprese 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. Spetta alle autorità garantire che la volontarietà delle pubblicazioni avvenga in modo disciplinato seguendo regole che assicurino il rispetto di condizioni di continuità, coerenza contabile, requisiti minimi di contenuto informativo (come già avviene per i dati previsionali¹⁸). E' quindi 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. Quindi non solo indicazioni sul volume di attività ma anche sui principali aggregati reddituali, che rappresentano le informazioni a maggiore contenuto segnaletico della economicità della gestione per gli investitori. Risultati trimestrali che siano inoltre allineati ai principi contabili adottati nella redazione del bilancio. Sarà prerogativa delle imprese la decisione di pubblicare resoconti trimestrali ma con regole che rispettino il principio che il rilascio dell'informazione non avvenga a geometria variabile ma con requisiti di standardizzazione e qualità che agevolino la valutazione degli investitori.

Riccardo Ferretti e Andrea Landi
Università degli Studi di Modena e Reggio Emilia

27 Maggio 2016

¹⁸ Regolamento Emittenti, articolo 68.