

Risposta alla Consultazione in merito alle “Modifiche alla disciplina delle relazioni finanziarie periodiche introdotte dal D.lgs. 15 febbraio 2016, n. 25, che recepisce la Direttiva 2013/50/UE”.

di Manuela Geranio, Ricercatore Dipartimento di Finanza, Università Bocconi (29/5/2016)

Considerazioni introduttive

L’eliminazione dell’obbligo di redazione dei documenti trimestrali introdotta dalla nuova direttiva Transparency II appare di non facile valutazione, per le conseguenze di segno opposto che ne possono derivare.

In linea di principio la riduzione delle informazioni disponibili aumenta le asimmetrie informative e riduce l’efficienza del mercato nell’allocare i fondi alle imprese più meritevoli. Di qui un evidente motivo ostativo a tale eliminazione.

Quanto alla riduzione degli oneri per le imprese quotate, da un lato l’eliminazione delle trimestrali comporterebbe indubbiamente il taglio dei costi di redazione delle suddette.

Tuttavia il risparmio potrebbe non essere così evidente in quanto in mancanza dei documenti trimestrali potrebbe rendersi necessaria una maggiore interazione dell’azienda quotata con il mondo finanziario. Infatti, in un mercato in cui la domanda di titoli proviene prevalentemente dagli investitori istituzionali e nel quale le scelte di allocazione dei portafogli sono strutturalmente orientate al breve termine, è possibile immaginare che in mancanza dei documenti trimestrali gli stessi investitori istituzionali cercherebbero di accedere ad informazioni sul trend societario tra un semestre e l’altro. Ciò ad esempio attraverso incontri one-to-one con gli investor relators delle singole società, che potrebbero nella sostanza privilegiare alcuni investitori a scapito di altri.

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.

La cancellazione delle trimestrali ridurrebbe peraltro il patrimonio di informazioni accessibili a tutti gli investitori, inclusi gli investitori istituzionali minori ed il pubblico retail. Di qui la creazione di maggiori asimmetrie informative ed il probabile aumento della volatilità dei prezzi, specialmente in prossimità del rilascio di nuove informazioni (es semestrale e relazione annuale).

Sul fronte opposto, l’eliminazione dell’obbligo in ottemperanza alla nuova Direttiva permetterebbe all’Italia di evitare fenomeni di “gold plating” normativo rispetto ai principali concorrenti europei (Francia e Germania in primis), favorendo quindi una maggiore uniformità regolamentare coerente con l’obiettivo di creazione di un mercato unico dei capitali.

Inoltre, secondo diverse analisi svolte sul mercato italiano¹, 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.

Nel seguito si analizzano i due aspetti specifici oggetto della consultazione.

Utilità aggiuntiva delle informazioni trimestrali

Le informazioni trimestrali sono sostanzialmente utili per comprendere l'andamento della gestione societaria e la raggiungibilità degli obiettivi aziendali prefissati dal management. I dati essenziali ritenuti utili a tal fine (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).

Il mercato finanziario è prevalentemente focalizzato a verificare non tanto i dati trimestrali in termini assoluti quanto la discrepanza degli stessi rispetto alle aspettative. Di qui la maggiore volatilità dei prezzi che si registra solitamente nei giorni precedenti e successivi al rilascio delle nuove informazioni.

Tali informazioni fanno naturalmente parte del "tableau de board" utilizzato dal management per la gestione aziendale, quindi non si tratta di dati che necessitano di grande complessità per la rilevazione e la diffusione (non vi sono nemmeno obblighi di revisione contabile). Ciò che semmai può rappresentare un fattore di criticità per le imprese è l'opportunità di diffondere tali informazioni in assenza di disclosure da parte delle imprese concorrenti straniere (esempio caso del settore moda in Francia dove è fornito solo il dato sul fatturato, prontamente imitato da molte imprese italiane del settore per il primo trimestre 2016).

L'utilità delle informazioni trimestrali peraltro 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 (es prima trimestrale dell'anno per il settore edilizia) mentre risultano più indicative in settori meno esposti a rilevanti variazioni stagionali (es. moda e lusso, specie con forte componente export).

Alcuni studi empirici svolti sul mercato francese (Lakhal 2004) analizzano l'impatto su prezzi e volumi della disclosure di relazioni trimestrali non obbligatorie e di previsioni sugli utili. Nei giorni precedenti e successivi al rilascio delle informazioni la liquidità del mercato aumenta. Informazioni positive hanno impatto positivo sui prezzi e viceversa, informazioni negative provocano una discesa dei prezzi. Tuttavia l'impatto delle relazioni trimestrali è più evidente rispetto a quello mostrato dalle previsioni sugli utili, ovvero il mercato sembra fidarsi più delle prime (che riportano dati contabilizzati ancorché non certificati) rispetto alle seconde, che di fatto riflettono le aspettative future del management.

¹ Si veda ad esempio il report "Time for Growth" preparato per Astrid-Respublica e patrocinato da Consob, dicembre 2012

Attenzione eccessiva ai risultati di breve termine

Lo *short termism* del mercato finanziario è un atteggiamento ormai radicato e 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, come evidenziato da Fuller e Jensen (2010) i quali sostengono che i managers dovrebbero progressivamente svincolarsi dalle 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 (Dallas, 2012).

Al mercato italiano potrebbe maggiormente giovare una accresciuta presenza di investitori con orizzonte temporale più lungo (es fondi pensione, assicurazioni), meno sensibili ad obiettivi di redditività di breve termine.

Parimenti la definizione degli incentivi dei managers aziendali su orizzonti temporali medio lunghi e su parametri non necessariamente collegati alle performances del mercato azionario potrebbe favorire un orientamento più strategico per le imprese ed una maggiore attenzione alle politiche di investimento anche da parte degli analisti.

Considerazioni conclusive

La diffusione di informazioni al pubblico degli investitori è un presupposto fondamentale per favorire l'efficienza dei mercati. Tale esigenza deve essere mediata con i costi monetari e di opportunità strategica che la diffusione delle informazioni comporta per le aziende.

La diffusione dei dati trimestrali è di per se utile alla comunità finanziaria. Una sua eliminazione potrebbe contribuire solo in parte alla riduzione del c.d. *short termism*.

Ciò premesso, la necessità di favorire un regime regolamentare minimo comune tra le principali piazze finanziarie europee suggerisce l'opportunità che anche nel nostro Paese venga eliminato l'obbligo alla relazione trimestrale, così come già avvenuto in altri Paesi. Ciò per evitare fenomeni di "gold plating" già verificatisi in passato e che si tradurrebbero in maggiori ostacoli e costi aggiuntivi per le imprese italiane che desiderano avvicinarsi al mercato finanziario.

Al contempo l'indubbia utilità delle informazioni trimestrali per il mercato finanziario rende auspicabile l'opportunità che le imprese italiane possano, se lo desiderano, diffondere un flusso informativo periodico con cadenza inferiore al semestre.

In altri termini potrebbero essere le aziende a decidere se adottare o meno un atteggiamento proattivo nei confronti degli investitori, diffondendo informazioni con frequenza superiore a quanto richiesto dalla normativa, al fine di mantenere vivo l'interesse degli investitori. Ciascuna impresa valuterà costi, opportunità, modalità di gestione delle relazioni con il

mercato, definendo se limitarsi a soddisfare i requisiti informativi minimi previsti dalla regolamentazione o articolare in modo più ricco la propria informazione. Peraltro, potranno essere i mercati di quotazione a richiedere il soddisfacimento di obblighi informativi aggiuntivi rispetto a quelli minimi previsti dalla disciplina comunitaria (come accade già ad esempio per le imprese del segmento STAR di Borsa Italiana).

Rispetto alle soluzioni già adottate negli altri Paesi quella 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. Questi ultimi infatti tipicamente raccolgono informazioni attraverso relazioni dirette con gli emittenti e dunque, in assenza di trimestrali, potrebbero detenere e sfruttare un vantaggio informativo ancora maggiore, a danno degli altri soggetti attivi sul mercato.

Riferimenti bibliografici

AAVV, Time for Growth: favorire la quotazione in Borsa, Working Paper Fondazioni Astrid e Repubblica, dicembre 2012

Dallas L. (2012), “Short-Termism, the Financial Crisis, and Corporate Governance”, University of San Diego Legal Studies Research Paper Series, Research Paper No. 12-078

Fuller J. and Jensen M. (2010), “Just Say No to Wall Street: Putting A Stop to the Earnings Game”, in *Journal of Applied Corporate Finance*, Volume 22, Number 1, Winter

Lakhal (2004), Stock market liquidity and information asymmetry around Voluntary earnings announcements: New evidence from France, Working Paper IRG – ESA – Université de Paris XII