

Roma, 19 settembre 2016

**Spett. le CONSOB**

**Divisione Strategie Regolamentari  
Via G.B. Martini, 3  
00198 Roma**

**(Invio tramite SIPE - Sistema  
Integrato per l'esterno)**

**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)**

Il documento di consultazione in oggetto contiene proposte di modifica del regolamento emittenti in materia di pubblicazione di informazioni finanziarie periodiche aggiuntive.

Le proposte sono state elaborate sulla base dell'analisi di impatto, svolta dalla Consob e richiesta dalla normativa primaria per valutare, anche in chiave comparatistica, l'onerosità di eventuali nuovi obblighi di pubblicazione delle informazioni periodiche aggiuntive, l'importanza delle informazioni richieste per le decisioni di investimento e la loro rilevanza nel favorire un'attenzione eccessiva ai risultati a breve termine. Il documento segue un precedente documento preliminare di consultazione, pubblicato nel mese di aprile, con lo scopo di raccogliere dati e evidenze in merito all'onerosità e alla proporzionalità degli adempimenti derivanti dall'obbligo di pubblicazione delle informazioni finanziarie trimestrali.

Il documento prende in considerazione tre opzioni di intervento: (i) reintrodurre l'obbligo di pubblicazione del rendiconto intermedio di gestione; (ii) non introdurre obblighi di informazione periodica aggiuntiva ma definire, in via regolamentare, principi e criteri applicativi per chi intende pubblicare tali informazioni su base volontaria; (iii) non introdurre obblighi di informazione periodica aggiuntiva senza prevedere principi o criteri applicativi per chi intende pubblicare tali informazioni su base volontaria.

Alla luce di una valutazione comparata dell'impatto delle tre diverse ipotesi, la Consob propone di non introdurre obblighi di informazione periodica aggiuntiva ma di definire, in via regolamentare, principi e criteri applicativi per le società che intendano pubblicare tali informazioni su base volontaria.

In particolare, la Consob propone l'introduzione di un nuovo art. 82-ter nel Regolamento Emittenti che definisce le regole quadro applicabili agli emittenti quotati aventi l'Italia come Stato membro d'origine che pubblicano su base volontaria informazioni periodiche aggiuntive. In particolare, si prevede che gli emittenti:

- rendono pubblica l'intenzione di pubblicare informazioni finanziarie periodiche aggiuntive, specificando i relativi elementi informativi; la decisione di interrompere la pubblicazione dovrà essere motivata e resa pubblica, e sarà efficace a partire dall'esercizio successivo;
- specificano i termini per l'approvazione e la pubblicazione delle informazioni finanziarie periodiche aggiuntive da parte dell'organo competente;
- garantiscono la coerenza e la correttezza delle informazioni finanziarie periodiche aggiuntive diffuse al pubblico e la comparabilità con le precedenti relazioni finanziarie;
- assicurano un accesso rapido, non discriminatorio e ragionevolmente idoneo a garantire l'effettiva diffusione delle informazioni in tutta l'UE;
- pubblicano le informazioni finanziarie periodiche aggiuntive con le modalità previste per le informazioni regolamentate.

Si formulano qui di seguito alcune osservazioni di carattere sistematico sulla tipologia di intervento ipotizzato dalla Consob e sullo svolgimento dell'analisi di impatto. Si formulano poi osservazioni più puntuali con riferimento al contenuto di alcune delle soluzioni proposte in materia di comparabilità delle informazioni finanziarie periodiche pubblicate in via volontaria e sul regime di pubblicità.

1. Si condivide la proposta di non introdurre obblighi di pubblicazione di informazioni finanziarie periodiche aggiuntive e di lasciare alle società quotate la scelta sull'opportunità di tale pubblicazione.

Quanto alla definizione di principi e criteri applicativi per le società che intendono pubblicare, su base volontaria, informazioni finanziarie periodiche aggiuntive, si prende atto che molte risposte alla consultazione preliminare di aprile 2016 chiedevano questa soluzione. Non sembra tuttavia necessario che tali indicazioni siano fornite in via regolamentare, né è stata presa in

considerazione, tra le ipotesi di intervento, l'adozione di una raccomandazione, come avvenuto in Francia.

L'analisi di impatto delle varie ipotesi prese in considerazione, che ha condotto a privilegiare la soluzione regolamentare (ipotesi 2), non appare condivisibile sotto alcuni profili.

In particolare:

- nella valutazione dell'ipotesi 2 la voce "ottica comparata" viene sovrastimata. La maggior parte dei paesi europei non ha infatti previsto alcun intervento regolamentare e la Francia è intervenuta con una raccomandazione, che ha un valore cogente inferiore all'intervento regolamentare ipotizzato dalla Consob. A nostro avviso, quindi, la corretta valutazione di questa voce dovrebbe essere + e non ++.
- Specularmente, nella valutazione dell'ipotesi 3, la voce "ottica comparata" viene sottostimata perché questa ipotesi approssima meglio le scelte degli altri principali paesi che, in sede di trasposizione della direttiva *Transparency II*, hanno mostrato un chiaro orientamento a favore dell'eliminazione dell'obbligo di pubblicare resoconti intermedi di gestione (l'obbligo di pubblicazione è stato abolito per tutti gli emittenti in Belgio, Repubblica Ceca, Danimarca, Estonia, Francia, Germania, Islanda, Irlanda, Lettonia, Lituania, Lussemburgo, Malta, Svezia, Paesi Bassi e Regno Unito; solo la Spagna e la Polonia hanno al momento scelto di mantenere gli obblighi di pubblicazione del resoconto intermedio di gestione). Pertanto tale voce dovrebbe essere valutata ++ e non +.
- Sempre nella valutazione dell'ipotesi 3, vengono sottostimate le voci "onerosità" e "accesso PMI" che ricevono un punteggio uguale all'ipotesi 2. Occorre invece considerare che l'assenza di un intervento regolamentare, previsto dall'ipotesi 3, consente di ridurre ulteriormente gli oneri degli emittenti e in particolare per le PMI, facilitandone maggiormente l'accesso al mercato. Pertanto la valutazione di queste due voci dovrebbe essere rispettivamente +++ e ++ invece che ++ e +.
- Ancora, nella valutazione dell'ipotesi 3 viene sovrastimato l'effetto negativo della voce "utilità investitori" rispetto all'ipotesi 2. Dall'esame delle informazioni pubblicate volontariamente in occasione del primo trimestre 2016 non emerge un rischio di comportamenti opportunistici; inoltre, la circolare Assonime n. 12 del 2016, cui aderiscono molte delle società quotate, indica già linee di comportamento allineate a quelle previste dall'ipotesi 2. La distanza tra le due valutazioni dovrebbe essere ridotta valutando la voce "utilità investitori" nell'ipotesi 3 – e non - - -.

Sulla base di queste correzioni, le valutazioni delle ipotesi 2 e 3 risulterebbero sostanzialmente equivalenti.

Si suggerisce pertanto di valutare una diversa e ulteriore ipotesi di intervento (ipotesi 4), che preveda l’emanazione di una raccomandazione da parte della Consob. Questa soluzione avrebbe il vantaggio di salvaguardare i vantaggi in termini di onerosità dell’ipotesi 3 e la maggior tutela degli investitori prevista dall’ipotesi 2. Inoltre assicurerebbe una maggiore aderenza in termini di “ottica comparata”.

Il quadro sinottico della valutazione delle diverse ipotesi sarebbe il seguente:

	onerosità	Utilità investitori	accesso pmi	short termism	ottica comparata
1	-	++	--	-	--
2	++	+	+	+	+
3	+++	--	++	+	++
4	+++	-	++	+	+++

Da questa analisi risulta la superiorità dell’ipotesi 4.

Questa soluzione consentirebbe infatti di ridurre ulteriormente gli oneri degli emittenti, in particolare per le PMI, a differenza di un intervento regolamentare che aumenterebbe invece costi e vincoli per le società. Del resto, come già detto, non sembra emergere, dall’esame delle informazioni pubblicate volontariamente dalle società italiane quotate in occasione del primo trimestre 2016, un rischio di comportamenti opportunistici che giustifichi un intervento più stringente. Inoltre, anche in un’ottica comparatistica, l’adozione di una raccomandazione appare più in linea con le scelte effettuate negli altri ordinamenti: si ricorda infatti che la maggior parte dei paesi europei non ha previsto alcun intervento regolamentare e che la Francia è intervenuta con una raccomandazione.

Si suggerisce pertanto l’emanazione di una raccomandazione da parte della Consob.

Un elemento da considerare, e che non è stato affrontato dal documento di consultazione, è quello della previsione di un regime transitorio. Anche nel caso di raccomandazione, che ha un valore cogente inferiore a quello della regolamentazione, appare opportuno evitare che la sua adozione (e prima applicazione) avvenga a ridosso della chiusura del primo o del terzo trimestre di esercizio. L’indicazione, da parte della Consob, di principi e criteri applicativi per le società che intendono pubblicare, su base volontaria, le informazioni finanziarie periodiche aggiuntive, rende opportuna una nuova valutazione del Consiglio d’Amministrazione in merito alle scelte da effettuare e alla *policy* di comunicazione che ciascuna società intende adottare. In molti casi, infatti, la scelta di pubblicare comunque un’informativa finanziaria aggiuntiva per il primo trimestre dell’esercizio 2016 è stata dettata da ragioni di continuità con il passato, in una situazione in cui il quadro normativo era appena cambiato e non era ancora definitivo. Per questi motivi, molte società hanno chiarito,

contestualmente alla pubblicazione, che la scelta non intendeva vincolarle per il futuro ma che era suscettibile di essere rivista anche alla luce dell'evoluzione della disciplina regolamentare.

Si suggerisce pertanto di prevedere che la raccomandazione, o l'eventuale intervento regolamentare qualora la Consob scegliesse questa strada, abbia applicazione a partire dal primo trimestre 2017, in modo da consentire un tempo adeguato alle società per definire un'appropriata politica al riguardo.

2. Il nuovo art. 82-ter prevede, al comma 1 lett. c), che gli emittenti garantiscano non solo la coerenza e la correttezza delle informazioni finanziarie periodiche aggiuntive diffuse al pubblico, ma anche la loro "comparabilità con le precedenti relazioni finanziarie".

Questo riferimento andrebbe eliminato poiché sembra introdurre vincoli al contenuto dell'informazione finanziaria periodica aggiuntiva. Gli emittenti devono essere liberi di scegliere autonomamente le informazioni aggiuntive da fornire volontariamente al mercato, sulla base di una valutazione del rapporto costi e benefici in termini sia economici sia reputazionali, in linea con quanto previsto anche negli altri ordinamenti. Anche in ottica comparata, non risulta che negli altri ordinamenti siano stati indicati i contenuti minimi delle informazioni finanziarie periodiche aggiuntive pubblicate volontariamente. In Francia, l'AMF si limita a raccomandare il rispetto dei principi applicabili alla comunicazione finanziaria e, in caso di pubblicazione di dati e indicatori finanziari, la pubblicazione di un commento ai dati e l'applicazione degli stessi principi contabili utilizzati a livello di gruppo.

Diversa è la questione relativa all'opportunità che la società garantisca al mercato la continuità e la regolarità dell'informazione finanziaria periodica aggiuntiva volontariamente pubblicata, anche con riferimento ai suoi contenuti, che devono però essere liberamente determinati. Questa continuità può essere efficacemente garantita con l'adozione di una politica di gestione dell'informativa finanziaria periodica pubblicata su base volontaria, come suggerito anche nella Circolare Assonime n. 12 del 2016.

3. Quanto alle modalità della pubblicazione volontaria delle informazioni finanziarie periodiche aggiuntive, il comma 3 del nuovo art. 82-ter prevede che si applichino le disposizioni previste degli artt. 65-bis, comma 2, 65-quinquies, 65-sexies e 65-septies per la pubblicazione delle informazioni regolamentate (il comma 2 dell'art. 65-bis riguarda in modo specifico le modalità di pubblicazione delle informazioni finanziarie periodiche).

Una previsione regolamentare di questo tenore sembrerebbe però ricondurre l'informativa finanziaria aggiuntiva pubblicata su base volontaria nell'alveo delle informazioni regolamentate, ai sensi dell'art. 113-ter Tuf. Anche al fine di evitare incertezze, l'adozione di una raccomandazione appare la soluzione più appropriata. La raccomandazione potrebbe infatti raccomandare la

diffusione dell'informazione finanziaria periodica aggiuntiva pubblicata su base volontaria secondo le modalità previste per le informazioni regolamentate. Sul piano comparato, si segnala poi che la stessa soluzione è stata adottata dall'AMF francese con l'espressa finalità di garantire la parità di trattamento a tutti gli investitori. Anche nella Circolare Assonime n.12 del 2016 era stata suggerita questa modalità, che risulta essere stata seguita dalle società che hanno pubblicato volontariamente informazioni relative al primo trimestre 2016.

Quanto alla formulazione della raccomandazione, si suggerisce di rinviare alle modalità previste per la pubblicazione dell'informazione regolamentata (utilizzando la terminologia prevista, ad esempio, nell'art. 70 RE in materia di fusioni, scissioni e aumenti di capitale) piuttosto che estendere l'applicazione degli artt. 65-*bis*, comma 2, 65-*quinquies*, 65-*sexies* e 65-*septies* alla pubblicazione volontaria di informazioni finanziarie periodiche aggiuntive.

In ogni caso, occorrerebbe chiarire che alla pubblicazione secondo le modalità previste per l'informazione regolamentata non si estende all'obbligo di dare notizia anche tramite un avviso pubblicato su almeno un quotidiano a diffusione nazionale della messa a disposizione del pubblico del resoconto intermedio di gestione (cfr. Comunicazione Consob n.17002 del 2009).