

Spettabile
Commissione Nazionale
per le Società e la Borsa
Divisione Strategie Regolamentari
Via G. B. Martini, n. 3
00198 ROMA
trasmesso tramite SIPE

Osservatorio sul Diritto Commerciale Europeo
Dipartimento di Studi Giuridici “Angelo Sraffa”
Università Bocconi*

**Risposta al documento di consultazione preliminare del 14 aprile 2016:
«Modifiche alla disciplina delle relazioni finanziarie periodiche introdotte
dal D.Lgs. 15 febbraio 2016, n. 25, che recepisce la Direttiva 2013/50/UE»**

Spettabile Commissione,

forniamo nel prosieguo alcune considerazioni nell’ambito della consultazione preliminare in materia di resoconti intermedi di gestione, e in particolare in risposta alle domande rivolte:

- ai piccoli investitori, alle associazioni di consumatori, agli investitori istituzionali, 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.

* * *

* L’Osservatorio è composto da Filippo Annunziata, Corrado Malberti, Piergaetano Marchetti, Chiara Mosca, Chiara Picciau e Marco Ventoruzzo. Alla redazione del presente documento ha contribuito anche Giovanni Strampelli.

1. Il legame tra la pubblicazione di informazioni finanziarie trimestrali e il c.d. *short-termism*, ossia l'attenzione eccessiva da parte degli emittenti strumenti finanziari quotati sui mercati regolamentati e degli investitori ai risultati e al rendimento di breve periodo, è da tempo indagato dalla letteratura economica e giuridica internazionale.

A tale fenomeno è stato, infatti, ricondotto l'utilizzo, incentivato anche dalla frequente periodicità delle relazioni trimestrali, da parte dell'emittente di tecniche di *earnings management*, rappresentate dall'impiego di metodologie contabili al fine di mostrare una crescita o, quantomeno, un andamento costante nel tempo degli utili e di ridurre conseguentemente la volatilità del prezzo del titolo. Un esempio è rappresentato dall'effettuazione di accantonamenti a fondo rischi in un'ottica eccessivamente prudentiale o comunque dalla "appostazione" contabile in altre voci del passivo (come le c.d. «*cookie jar reserves*») di una parte degli utili in previsione di una loro "riemersione" in occasione di successivi periodi di perdita (D. MILLON, *Why is corporate Management Obsessed with Quarterly Earnings and What Should Be Done About it?*, 70 Geo. Wash. L. Rev. 890, 2002).

Del pari, scelte gestionali penalizzanti in un'ottica di creazione di valore per l'impresa nel lungo periodo possono essere assunte allo scopo di mostrare una crescita continua dell'utile dell'emittente di trimestre in trimestre e di confermare, sotto questo profilo, le aspettative del mercato e degli analisti finanziari. Nell'ambito delle strategie influenzate da un'attenzione eccessiva ai risultati di breve o brevissimo periodo si collocano quelle dirette a incidere sul momento temporale nel quale vengono compiute determinate operazioni gestionali o a influire sulle stime di bilancio, come i tagli nelle risorse impiegate per le attività di ricerca e sviluppo, la vendita di *asset* in cambio di liquidità, l'aumento indiscriminato della leva finanziaria o la riduzione del personale a fini di contenimento dei costi (cfr. K. GREENFIELD, *The Puzzle of Short-Termism*, 46 Wake Forest L. Rev. 627, 2011).

Più in generale, l'attenzione ai risultati trimestrali esposti nelle relative relazioni finanziarie è stata spiegata con la volontà del *management* di non deludere le aspettative del mercato e di evitare bruschi cali nel prezzo degli strumenti finanziari quotati, senza che, al contrario, all'eventuale apprezzamento del titolo necessariamente corrisponda un effettivo maggior valore dell'investimento (emblematico è, sul punto, il caso di General Electric¹, riportato da D. MILLON, *op. cit.*, 899 s.). Il problema della periodicità dell'informativa finanziaria ha assunto, unitamente ad esempio al tema dei piani di compensi basati su strumenti finanziari a favore del *management*, rilievo centrale nel dibattito sulla promozione di scelte imprenditoriali virtuose su orizzonti temporali più lunghi.

La riflessione economica e giuridica, anche internazionale, da tempo dunque sottolinea come le relazioni finanziarie trimestrali possano incentivare strategie di investimento di breve periodo (nel senso di proporre l'eliminazione dell'obbligo di predisposizione dei

¹ Tra il 1975 e il 2000 General Electric ha, infatti, registrato utili in ciascuna relazione finanziaria trimestrale presentata al mercato per un totale di 100 trimestri consecutivi, tanto che il *P/E ratio* della società era cresciuto fino ad arrivare all'elevato valore di 41. Al termine dello stesso periodo, invece, il tasso di crescita di lungo termine si era attestato intorno al ben più modesto 15%. Nell'aprile 2002 General Electric ha annunciato un utile netto inferiore a quello registrato l'anno precedente nel medesimo periodo e il prezzo del titolo ha subito un calo drastico del 9,3% in un'unica giornata.

quarterly statements: cfr. A. RAPPAPORT, The Economics of Short-Term Performance Obsession, in Financial Analysts Journal, 3/2005, 65 ss.; L.L. DALLAS, Short-Termism, the Financial Crisis, and Corporate Governance, 37 J. Corp. L. 265, 2011-2012).

2. Se esiste quindi il rischio che informazioni contabili periodiche trimestrali incentivino una sub-ottimale ottica di breve periodo, a scapito di scelte gestionali destinate alla creazione di valore duraturo nel tempo, occorre quindi grande cautela nell'imporre la pubblicazione di tali informazioni con una simile periodicità, pur nella consapevolezza che l'eliminazione di tale onere informativo non è di per sé sufficiente a superare la tendenza e privilegiare strategie di breve o brevissimo periodo.

Anche alla luce delle scelte di politica legislativa compiute a livello europeo e nazionale, e dell'esigenza di contenere gli oneri regolamentari degli emittenti, appare dunque auspicabile che Consob **non** disponga, in via generale, l'obbligo per le società quotate aventi l'Italia come Stato membro d'origine di pubblicare informazioni finanziarie periodiche relative al primo e al terzo trimestre di esercizio.

Il nuovo testo dell'art. 154-ter, comma 5, TUF, appare, peraltro, sensibile rispetto a questa esigenza precisando il contenuto «massimo» dell'obbligo di comunicazione al pubblico delle informazioni finanziarie periodiche che venisse eventualmente introdotto dall'Autorità di Vigilanza a seguito dell'analisi di impatto di cui al successivo comma 5-bis. Infatti esse potrebbero «al più» riguardare una descrizione generale della situazione patrimoniale e dell'andamento economico dell'emittente e delle imprese controllate, nonché delle operazioni e degli eventi rilevanti realizzatisi nel medesimo periodo di riferimento.

L'eliminazione dell'obbligo di pubblicazione a cadenza trimestrale di informazioni finanziarie aggiuntive potrebbe così apprezzarsi in relazione al più generale obiettivo di riduzione del fenomeno del *gold-plating*, ribadito più recentemente dalla l. 24 dicembre 2012, n. 234.

Parimenti, anche a beneficio di un approccio regolamentare uniforme, non è auspicabile la previsione generale e predeterminata di obblighi selettivi di predisposizione e pubblicazione delle informazioni finanziarie trimestrali per alcune categorie di emittenti quali, ad esempio, quelli operanti in particolari settori o che presentano indici di crisi patrimoniale o finanziaria. In presenza di particolari esigenze di trasparenza e informazione al mercato, la Consob può comunque fare ricorso ai penetranti poteri previsti dagli artt. 114, c. 5 e 115 TUF ritenuti necessari per l'informazione del pubblico.

Da ultimo si osserva che l'eliminazione dell'obbligo di pubblicazione dell'informativa periodica trimestrale può utilmente apprezzarsi anche nella prospettiva di favorire la competitività del sistema a beneficio degli emittenti aventi l'Italia come Stato membro d'origine, in considerazione delle scelte effettuate finora negli altri ordinamenti europei.

3. Se appare quindi desiderabile l'eliminazione in via generale del predetto obbligo, appare opportuno consentire a quegli emittenti che ritengano preferibile continuare a fornire tali informazioni continuare a farlo, anche nell'ottica di favorire all'autonomia delle parti e al mercato di individuare, anche caso per caso, la soluzione più efficiente.

Ne consegue tuttavia la necessità di un intervento regolatorio sul contenuto minimo e sulle modalità di pubblicazione volontaria delle relazioni finanziarie trimestrali o di altre informazioni finanziarie aggiuntive da parte degli emittenti.

Sotto questo profilo pare opportuno estendere alle relazioni finanziarie trimestrali eventualmente messe a disposizione da parte degli emittenti su base volontaria i medesimi principi che governano, nell'ambito della disciplina dell'informazione su eventi e circostanze rilevanti, la comunicazione dei dati strategici o previsionali, là dove si prevede la diffusione degli scostamenti significativi rispetto ai dati previsionali e agli obiettivi quantitativi già resi noti al pubblico.

Qualora, infatti, gli emittenti scegliessero di pubblicare relazioni finanziarie trimestrali, occorrerebbe garantire, da un lato, la confrontabilità delle informazioni fornite nel periodo di riferimento con quelle pubblicate nelle precedenti relazioni finanziarie trimestrali e, dall'altro lato, una minima comparabilità con i dati racchiusi nelle relazioni finanziarie semestrali e annuali predisposte ai sensi dell'art. 154-ter TUF².

Appare infatti essenziale, e coerente con lo spirito dell'intera disciplina dell'informazione finanziaria, assicurare che le informazioni contenute nelle relazioni finanziarie trimestrali ipoteticamente pubblicate siano riferite e collocate nel contesto dell'andamento economico generale dell'emittente e delle imprese da questi controllate.

Le informazioni finanziarie aggiuntive messe volontariamente a disposizione del pubblico dovrebbero, in questo senso, poter comunque svolgere una funzione di raccordo, anzitutto dal punto di vista contenutistico, con le relazioni finanziarie annuali e semestrali.

Sempre da questo punto di vista, poi, il contenuto dell'informativa finanziaria periodica dovrebbe avere precipuo riguardo non tanto (o non soltanto) ai risultati conseguiti nel periodo di riferimento, ma anche al perseguimento da parte dell'emittente dei propri obiettivi di natura strategica e alle prospettive di crescita futura, in un'ottica di valorizzazione dei traguardi di lungo periodo dell'impresa.

Per le medesime ragioni appare, inoltre, necessario che si precisi in via regolamentare – analogamente a quanto già fatto in altri ordinamenti europei – quale debba essere la periodicità minima per la volontaria messa a disposizione del pubblico delle relazioni finanziarie trimestrali, nel caso in cui l'emittente opti per tale soluzione. Se è verosimile che talune imprese sceglieranno di diffondere relazioni trimestrali, occorre infatti scongiurare l'eventualità che le informazioni finanziarie in parola vengano pubblicate occasionalmente o episodicamente, in corrispondenza di trimestri nei quali si registrano risultati di periodo (particolarmente) positivi o addirittura di natura eccezionale.

Una periodicità minima potrebbe essere individuata, ad esempio, nella pubblicazione di quattro o sei relazioni finanziarie trimestrali, per un periodo quindi di almeno due o tre esercizi.

² Le medesime esigenze di comparabilità sono alla base, peraltro, delle più recenti interpretazioni fornite dalla *Securities and Exchange Commission* ("SEC") con riferimento alla pubblicazione volontaria da parte degli emittenti di dati finanziari elaborati senza osservare i *generally accepted accounting principles* statunitensi. La SEC ha infatti rilevato come un utilizzo discontinuo nel tempo dei criteri contabili potrebbe, di fatto, rendere l'informazione finanziaria fuorviante per il pubblico (cfr., in particolare, SEC, *Compliance and Disclosure Interpretations, Questions* 100.02 e 102.10).

Sembrano, in ogni caso, da evitare soluzioni normative che richiedano una scelta stabile e immutabile nel tempo. Da un lato, la finalità di evitare comunicazioni episodiche pare adeguatamente tutelata dalla previsione di una periodicità minima. Dall'altro lato, la pubblicazione volontaria delle predette informazioni finanziarie periodiche potrebbe rispondere, in alcuni particolari contesti di mercato, ma non in altri, ad un apprezzabile interesse dell'emittente, potendosi in questo senso giustificare la possibilità per l'emittente di modificare nel tempo la propria scelta. Nel caso in cui la maggioranza delle imprese di un settore decidesse di continuare a pubblicare la relazione finanziaria trimestrale o viceversa optasse per il suo abbandono, sarebbe, ad esempio, giustificato attendersi una spontanea uniformazione nel tempo anche degli altri emittenti a una simile condotta. Più in generale, però, una maggiore flessibilità sul punto consentirebbe agli emittenti di tenere in considerazione eventuali specificità del proprio modello di *business* o delle *best practice* dei mercati di riferimento.

Parrebbe parimenti auspicabile regolare precisamente i termini per esercitare le opzioni in parola, ad esempio prevedendo che esse debbano essere effettuate in corrispondenza alla chiusura dell'esercizio a partire dal quale le trimestrali saranno (o non saranno) pubblicate, sempre al fine di evitare condotte opportunistiche decise all'ultimo momento sulla base delle contingenze e informare in modo trasparente e in via anticipata il mercato circa il flusso informativo che deve attendersi in relazione a un particolare emittente.

Infine, ove Consob richiedesse in casi specifici la diffusione periodica di dati è auspicabile che, in coerenza con quanto sopra osservato, si prestabilisse e rendesse noto al mercato durata e contenuto dell'onere informativo.

Milano, 27 maggio 2016