

Roma, 26 maggio 2016

**Spett. le CONSOB**  
**Divisione Strategie Regolamentari**  
**(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 preliminare (14 aprile 2016)**

Con il documento preliminare di consultazione in oggetto, la Consob intende raccogliere dati e informazioni per lo svolgimento di un'analisi di impatto ai fini dell'eventuale esercizio della delega regolamentare relativa all'introduzione di obblighi aggiuntivi di informazione finanziaria periodica, come previsto dal d.lgs. 25 del 2016.

In particolare, la Consob chiede agli emittenti quotati, e alle relative associazioni di categoria, di fornire dati ed evidenze in merito all'onerosità e alla proporzionalità degli adempimenti derivanti dall'obbligo di pubblicazione delle informazioni finanziarie trimestrali, anche con riferimento alle stime proposte dalla CE, tenendo conto (i) delle problematiche connesse all'acquisizione e alla diffusione delle informazioni nel caso in cui l'emittente quotato sia parte di un gruppo; (ii) dei diversi obblighi informativi previsti in altre giurisdizioni.

Come ricordato dalla stessa Consob nel documento di consultazione, ai sensi dell'art. 154-ter del Tuf, l'analisi di impatto deve esaminare la sussistenza, anche in chiave comparatistica, delle seguenti condizioni: (i) le informazioni finanziarie periodiche aggiuntive non comportano oneri sproporzionati, in particolare per i piccoli e medi emittenti interessati; (ii) il contenuto delle informazioni finanziarie periodiche aggiuntive richieste è proporzionato ai fattori che contribuiscono alle decisioni di investimento; (iii) le informazioni periodiche aggiuntive richieste non favoriscono un'attenzione eccessiva ai risultati e al rendimento a breve termine degli emittenti e non incidono negativamente sulle possibilità di accesso dei piccoli e medi emittenti ai mercati regolamentati.

Assonime ha consultato le proprie Associate quotate chiedendo, in particolare di: fornire riscontri puntuali sulle stime dei costi elaborate dalla Commissione Europea; indicare i costi sostenuti per la pubblicazione a mezzo stampa dell'avviso relativo alla messa a disposizione del pubblico dei resoconti intermedi di gestione; indicare eventuali altri costi nonché eventuali commenti o osservazioni rilevanti. Abbiamo ricevuto 19 risposte che rappresentano un campione variegato di società quanto a dimensione, settore di attività e proiezione internazionale. Le tematiche sollevate

dal d.lgs. 25 del 2016 in merito all'eliminazione dell'obbligo di pubblicazione dell'informativa trimestrale sono state inoltre oggetto di confronto con le nostre Associate in una riunione che si è svolta nello scorso mese di marzo.

Si illustrano qui di seguito i principali dati e osservazioni emerse dal confronto con le nostre Associate, precisando che le valutazioni sull'onerosità e la proporzionalità degli adempimenti degli obblighi di pubblicazione delle informazioni finanziarie trimestrali non riguardano solo i profili dei costi (diretti e indiretti) quantificabili da un punto di vista monetario, ma devono anche tenere conto di fattori "qualitativi" quali, ad esempio, la dimensione e la complessità della singola impresa, i contenuti dell'informazione divulgata, l'utilità/efficacia della reportistica trimestrale rispetto alla caratteristiche del business, il confronto con le prassi seguite dai *competitors* di altri ordinamenti. Ancora, appare necessario non trascurare i possibili effetti "collaterali" della reportistica trimestrale obbligatoria sulla volatilità dei titoli e sull'orientamento di breve o lungo termine delle scelte di investimento.

1. La Commissione UE ha quantificato i costi dell'obbligo di pubblicazione dei resoconti intermedi di gestione secondo due parametri: costi diretti e costi indiretti o costi opportunità.

I costi diretti includono alcune voci quantificabili in termini monetari (costi di editing, stampa e traduzione): si parla di costi stimati che vanno da un minimo di 2 000 Euro l'anno a un massimo di 60 000 Euro l'anno per le PMI quotate e da un minimo di 35 000 Euro a un massimo di 250 000 Euro per le società più grandi. Altri costi diretti, che non vengono quantificati in termini monetari, sono rappresentati da voci di spesa per la preparazione dei resoconti intermedi riconducibili al costo della forza lavoro (staff, IT, *audit*, altro) utilizzata; anche in questo, la stima dei costi varia a seconda della dimensione della società. Per le PMI quotate si prevede un costo che varia dagli 8 ai 30 giorni di lavoro e il coinvolgimento di un numero di persone variabile tra 5 e 15; per le società più grandi, si prevede un costo considerevole in termini di giorni di lavoro e più di 50 persone coinvolte. In mancanza di una definizione europea, la nozione di PMI utilizzata dalla Commissione si riferisce alle diverse definizioni esistenti nei singoli Stati Membri. I costi indiretti o costi opportunità fanno riferimento, ad esempio, all'impiego del tempo del management su questioni diverse dalla preparazione dei resoconti intermedi di gestione.

Le risposte fornite dagli Associati confermano le stime di costi fatte dalla Commissione Europea: nella maggior parte dei casi le società collocano i propri costi all'interno del *range* definito dalla Commissione Europea per la rispettiva classe dimensionale. Per alcuni emittenti i costi indiretti relativi al personale impegnato nella produzione dei resoconti intermedi sono maggiori di quelli indicati dalla Commissione mentre i costi diretti relativi a editing, stampa e traduzione sono stati indicati in alcuni casi come inferiori. Tra le altre voci di costo non considerate nelle stime della Commissione sono stati indicati quelli relativi alla revisione volontaria dei resoconti intermedi di gestione che possono assumere dimensioni elevate (secondo un emittente questi costi sono stimabili in circa 140 mila euro l'anno).

Tra i costi diretti sostenuti dagli emittenti occorre anche considerare una ulteriore voce di spesa rispetto a quelle stimate dalla Commissione europea che discende dall'obbligo, previsto dalla normativa italiana, di dare notizia della messa a disposizione al pubblico del resoconto intermedio di gestione non solo secondo le modalità proprie delle informazioni regolamentate (diffusione, stoccaggio e deposito), ma anche a mezzo stampa, tramite un avviso pubblicato su almeno un quotidiano a diffusione nazionale (art. 113-ter Tuf; art. 82 RE; Deliberazione Consob n.17002 del 2009). Questo obbligo è venuto meno con l'entrata in vigore del d.lgs. 25 del 2016, poiché l'informativa finanziaria aggiuntiva pubblicata su base volontaria non è riconducibile nell'alveo delle informazioni regolamentate ai sensi dell'art. 113-ter del Tuf, con conseguente disapplicazione della precedente disciplina. Le spese sostenute in passato dagli emittenti per la pubblicazione a mezzo stampa dell'avviso relativo alla pubblicazione dei resoconti intermedi di gestione variano da un minimo di circa 2 000 euro a un massimo di 10 000 euro annui. L'eliminazione dell'obbligo di pubblicazione dei resoconti intermedi di gestione, attuata con il d.lgs. 25 del 2016, ha dunque avuto un immediato effetto di contenimento dei costi sostenuti dagli emittenti.

2. Una compiuta valutazione dei costi-benefici dell'obbligo di pubblicazione dei resoconti intermedi di gestione deve tenere conto anche di considerazioni di tipo qualitativo. Alcuni emittenti hanno segnalato come la redazione della relazione trimestrale imponga una vera e propria "chiusura di bilancio", al fine di produrre una stima della situazione economica, patrimoniale e finanziaria, con la conseguente raccolta e relativa elaborazione di dati a livello di gruppo che non sono allineate con il flusso che alimenta l'informativa interna predisposta per il *top management* (e anche per il *regulator* nei casi in cui la regolamentazione di settore richiede la comunicazione all'autorità di vigilanza di dati trimestrali). Questo comporta maggiori costi diretti e indiretti per le attività di produzione e verifica dei dati e in considerazione della brevità dell'orizzonte temporale per la realizzazione della "chiusura di bilancio", aumenta la pervasività delle stime necessarie per pervenire alle quantificazioni, con una conseguente loro minore significatività rispetto alla reportistica annuale e semestrale.

La stima dei costi (diretti e indiretti) legati alla predisposizione e alla pubblicazione dei resoconti intermedi di gestione è dunque solo uno dei fattori da tenere in considerazione nel valutare il rapporto costo-beneficio associato all'obbligo di reportistica trimestrale. E questo risulta essere vero anche nei casi in cui il modello organizzativo di controllo dell'impresa, come ad esempio accade in alcune imprese più complesse e di maggiori dimensioni, prevede la predisposizione di *reporting* periodici interni (sulla situazione patrimoniale, economica e finanziaria, anche ai soli fini gestionali) e nei quali i costi marginali aggiuntivi per la pubblicazione dei resoconti intermedi di gestione possono apparire non determinanti o particolarmente onerosi.

Tra gli altri elementi da valutare, particolare attenzione deve essere data sia all'utilità effettiva che tali informazioni apportano alle decisioni di investimento degli operatori di mercato sia alla regolamentazione vigente negli altri paesi europei.

Quanto al primo profilo, ci è stato evidenziato che le trimestrali sono tendenzialmente portatrici di un potere informativo limitato rispetto alle informative annuale e semestrale e che rischiano di spingere gli investitori a un focus eccessivo sui risultati reddituali di breve termine.

Queste indicazioni risultano confermate dalle risposte a un questionario inviato da un emittente a 65 rappresentanti delle banche di investimento e agenzie di rating. Dalle 45 risposte pervenute risulta che solo il 30% dei soggetti consultati considera l'informazione trimestrale rilevante per le decisioni di investimento, mentre l'informazione annuale e semestrale è considerata tale rispettivamente dal 93% e dal 88%; solo il 2% considera inoltre l'informazione trimestrale "estremamente rilevante".

Diversi emittenti (come ad esempio quelli appartenenti ai settori edilizia e materiali oppure beni di consumo) hanno segnalato che nel loro settore la domanda può essere soggetta a variazioni stagionali e quindi i risultati dei singoli trimestri sono poco significativi e possono costituire una base non pienamente attendibile per una valutazione dei risultati attesi per l'intero esercizio.

Ancora, un eccessivo orientamento ai risultati reddituali di breve termine penalizza quelle imprese, la cui attività è fortemente orientata al lungo termine (ad esempio quelle appartenenti al settore assicurativo o al settore edilizia e materiali, con particolare riferimento a quelle impegnate nella costruzione di grandi opere), poiché nella dinamica dei risultati trimestrali si perde necessariamente quella prospettiva alla tendenza di medio-lungo termine che invece caratterizza le informative semestrale e annuale. Al riguardo si ricorda che il rischio che la pubblicazione di resoconti intermedi di gestione possa incoraggiare un'eccessiva attenzione ai risultati di breve termine, da parte degli investitori e quindi da parte del management, è stata tra le motivazioni che hanno indotto il legislatore europeo a eliminare il relativo obbligo.

In letteratura, diversi studi hanno evidenziato gli effetti "reali" dell'informativa trimestrale obbligatoria sulla propensione allo *short-termism* degli amministratori di società i quali, sotto la pressione del mercato, tendono a privilegiare progetti di investimento con alti rendimenti a breve termine a scapito di strategie di medio - lungo termine<sup>1</sup>. Secondo uno di questi studi (Kraft et al.

---

<sup>1</sup> F. Gigler, C. Kanodia, H. Sapa, R. Venugopalan, *How Frequent Financial Reporting Can Cause Managerial Short-Termism: An Analysis of the Costs and Benefits of Increasing Reporting Frequency*, January 2014; A. Kraft, R. Vashishtha, M. Venkatachalam, *Real Effects of Frequent Financial Reporting*, June 2014; J. Ernstberger, B. Link, M. Stich, O. Vogler, *The Real Effects of Mandatory Quarterly Reporting*, April 2015.

citato nella nota 1), negli Stati Uniti successivamente all'introduzione dell'obbligo di rendicontazione trimestrale è stata registrata una riduzione degli investimenti in attività immobilizzate pari al 22% rispetto al livello medio degli investimenti realizzati nel periodo precedente. Inoltre, secondo un altro studio (Ernstberger et al. citato nella nota 1), i fenomeni di *real activities manipulation* (definiti come deviazioni dalle normali pratiche operative per evitare variazioni dei risultati non attesi dal mercato) sono significativamente più frequenti in caso di pubblicazione di risultati trimestrali rispetto alla pubblicazione dei conti annuali e semestrali.

Si segnala poi, come ulteriore elemento da considerare, quello degli effetti che la reportistica trimestrale obbligatoria è suscettibile di avere sulla volatilità dei prezzi delle azioni; vi sono infatti studi che hanno riscontrato una correlazione tra la pubblicazione delle relazioni finanziarie trimestrali e una maggiore volatilità dei prezzi, se confrontata con la pubblicazione delle relazioni semestrali<sup>2</sup>.

Si fa presente infine che, con l'abolizione dell'obbligo di pubblicazione di informazioni trimestrali, le società beneficerebbero di una più ampia finestra temporale per accedere al mercato dei capitali e del credito, svincolata dall'attesa dei risultati di breve periodo che, come ci è stato segnalato, può rendere particolarmente difficoltoso il perfezionamento delle operazioni di finanziamento o di emissioni di bond nei periodi a ridosso della pubblicazione dei dati trimestrali.

Quanto al secondo profilo, si osserva che la maggior parte dei paesi europei ha eliminato l'obbligo di pubblicazione del resoconto intermedio di gestione, lasciando le società di tutti i settori sostanzialmente libere di decidere se pubblicare informazioni finanziarie periodiche aggiuntive e, in questo caso, quali informazioni pubblicare. In particolare, in Inghilterra l'eliminazione dell'obbligo di pubblicazione dei resoconti intermedi di gestione è stato il frutto di una scelta di *policy* maturata anche sulla base del *Kay Report*<sup>3</sup> del 2012, che raccomandava l'abolizione di tale obbligo per contrastare l'eccessiva tendenza allo *short-termism* dei mercati finanziari inglesi. Appare dunque necessario che la normativa italiana sia il più possibile allineata a quella dei principali paesi europei. Infatti per gli emittenti, piccoli e grandi, che operano in mercati caratterizzati dalla presenza di *player* multinazionali, è necessario garantire che vi sia omogeneità di scelte sulla reportistica finanziaria in una prospettiva di competitività del sistema e per assicurare un *level playing field*.

---

<sup>2</sup> Y. M. Mensah, R. Werner, *The Capital Market Implications of the Frequency of Interim Financial Reporting: An International Analysis*, September 2006.

<sup>3</sup> *The Kay Review of UK Equity Markets and Long-Term Decision Making, Final Report*, July 2012.

3. Alla luce delle considerazioni del precedente paragrafo, appare quanto mai opportuno garantire agli emittenti la massima flessibilità sia con riferimento alla decisione se pubblicare o meno informazioni finanziarie periodiche aggiuntive, sulla base di specifiche esigenze di settore o della società/gruppo, sia con riferimento alla scelta del contenuto delle informazioni da divulgare.

Un regime di *disclosure* volontaria consentirebbe alle società di impostare una politica di comunicazione con il mercato proporzionata ed efficace, che tenga conto delle caratteristiche del settore di attività e delle scelte effettuate dai *competitors*. In questo senso si sono già orientati alcuni emittenti che, in occasione della pubblicazione dei dati relativi al primo trimestre del 2016, hanno individuato gli indicatori economici chiave da comunicare al mercato su base trimestrale attraverso un comunicato stampa, come ad esempio il fatturato oppure i dati sulle vendite.

La preferenza per un regime flessibile di *disclosure* si accompagna alla sentita esigenza di seguire principi chiari nella gestione della comunicazione di tale informativa periodica aggiuntiva.

In questo senso, Assonime, nella sua circolare n. 12 del 2016, ha raccomandato alle società di definire al proprio interno una politica di gestione dell'informativa finanziaria periodica pubblicata su base volontaria al fine di garantire continuità e regolarità di informazione al mercato, con riferimento sia ai suoi contenuti sia alla tempistica sia alle modalità di diffusione delle informazioni; ha inoltre raccomandato che tali politiche vengano adottate dall'organo di amministrazione e rese pubbliche. Con riferimento poi al resoconto intermedio relativo al primo trimestre dell'esercizio 2016, che alla luce del nuovo quadro normativo non era più obbligatorio pubblicare, Assonime ha invitato le società che avessero deciso di pubblicarlo su base volontaria di qualificare le ragioni delle proprie scelte, indicando se la pubblicazione o il venir meno della pubblicazione fosse dettata da ragioni contingenti ovvero fosse frutto di una politica stabile di comunicazione. Questa indicazione è stata seguita da molte società che hanno pubblicato, volontariamente, il resoconto intermedio di gestione relativo al primo trimestre dell'esercizio in corso.

Il suggerimento di adottare linee guida chiare e trasparenti da parte delle società per la gestione della *disclosure* volontaria dell'informativa finanziaria periodica aggiuntiva si avvicina alla soluzione seguita in Francia, dove è stata l'autorità di vigilanza dei mercati ad adottare una Raccomandazione per indicare alle società alcuni principi di riferimento. Una soluzione analoga potrebbe essere adottata dalla Consob attraverso una propria raccomandazione, ma si ritiene opportuno che questa eventualità sia valutata alla luce di un'analisi degli effettivi comportamenti degli emittenti, per i quali, come si è detto, si sta già determinando una prassi, anche sulla base delle indicazioni fornite da Assonime con la citata circolare. L'eventuale Raccomandazione della Consob sarebbe infatti giustificata solo qualora fosse riscontrata un'effettiva mancata adozione da

assonime

Associazione fra le società  
italiane per azioni

parte degli emittenti di una politica chiara e affidabile in merito alla gestione dell'informazione trimestrale diffusa su base volontaria.