

CONSOB

1. Le attività di Valutazione di Impatto della Regolamentazione

A partire dall'entrata in vigore del "Regolamento sulla raccolta di capitali di rischio tramite portali *on-line* approvato con delibera n. 18592 del 26 giugno 2013" (di seguito anche il "**Regolamento**") la Consob ha avviato un'attività di *monitoraggio* basata, principalmente, sulla *raccolta di dati* necessari per la *quantificazione del set di indicatori di valutazione* esplicitato nella Relazione sull'attività di Analisi di Impatto e sugli Esiti della procedura di consultazione pubblicata insieme al Regolamento.

Sulla base delle *evidenze empiriche raccolte* e pubblicate, in data 19 giugno 2015, in occasione della *consultazione preliminare* sul Regolamento, è stato possibile fornire una prima risposta alle domande poste in sede di analisi.

In particolare, i dati a disposizione hanno supportato una *valutazione sostanzialmente proporzionale* degli *oneri* introdotti dal Regolamento e la capacità dello stesso di *contribuire alla creazione di un ambiente affidabile*. Le evidenze empiriche raccolte, hanno inoltre suggerito che, in questa prima fase di introduzione dell'*equity crowdfunding*, gli *investitori intervenuti sembrano caratterizzati da un buon livello di conoscenza ed esperienza*, e che gli investitori istituzionali, per come è stata costruita la loro partecipazione alle offerte, *non avessero portato benefici proporzionali rispetto ai relativi oneri per gli operatori*.

Rispetto a tali evidenze, tuttavia è emersa una ridotta operatività dei gestori, evidenziata da un numero ristretto di offerte pubblicate sui portali *on-line*.

Tali valutazioni sono state trasposte in un *questionario* volto ad acquisire opinioni ed evidenze in merito da parte degli operatori e di tutti gli interessati, al quale hanno risposto 35 soggetti, classificati in base alla tecnica dello *Stakeholder mapping*, che ha permesso di raccogliere le opinioni e i contributi di soggetti in grado di esprimere valutazioni attendibili sull'onerosità degli obblighi imposti dal regolamento.

La consultazione preliminare ha consentito di evidenziare una *valutazione sostanzialmente proporzionale* degli oneri imposti dal Regolamento da parte degli operatori. Gli obblighi considerati *eccessivamente onerosi* sono risultati quelli legati alla *sottoscrizione da parte di investitori professionali* e alle *modalità di esecuzione degli ordini*. Tali criticità sono state indentificate, insieme ad altre di natura non regolamentare ma culturale, fra le determinanti della *scarsa diffusione dello strumento* e, quindi, dei benefici contenuti apportati alla *policy* di sostegno all'innovazione espressa nella legge delega, come modificata dal Decreto Legge 24 gennaio 2015, n. 3 convertito in Legge 24 marzo 2015, n. 33.

CONSOB

Sulla base di tale percorso di valutazione sono stati analizzati i **problemi emersi** e sono state definite **opzioni alternative di intervento** volte a **rafforzare le tutele** che hanno effettivamente contribuito a creare un ambiente affidabile, ricercando soluzioni normative atte a determinare una **minore onerosità** per tutti gli operatori coinvolti. Fra queste sono state selezionate quelle in grado di massimizzare il rapporto fra benefici e costi, incentivare l'investimento consapevole e favorire la prestazione di un servizio di qualità da parte dei portali.

Per quanto riguarda gli **investitori istituzionali**, è stata valutata positivamente la possibilità di **estendere il novero dei soggetti** rientranti in tale categoria anche agli investitori professionali su richiesta, classificati ai sensi della disciplina MiFID dall'intermediario di cui sono clienti.

Per quanto riguarda le **modalità di esecuzione degli ordini**, le valutazioni effettuate hanno condotto a rivedere il Regolamento, introducendo la possibilità per i gestori di effettuare direttamente le verifiche necessarie per valutare l'appropriatezza dell'operazione per gli investitori, **semplificando la procedura** e riducendo i costi di transazione in modo da favorire la conclusione delle operazioni integralmente *on-line*, ove i gestori scelgano la suddetta opzione..

Il Regolamento così riformato è stato **posto in consultazione** dal 3 Dicembre 2015 all'11 Gennaio 2016. In questo caso sono pervenuti 15 contributi, classificati ed analizzati dalla Consob con l'obiettivo di definire **eventuali correttivi** alla bozza di Regolamento in vista della approvazione definitiva. Circa il 70% degli intervenuti ha espresso una valutazione positiva sulla Bozza di Regolamento pubblicata, oltre che sulla metodologia di consultazione utilizzata dalla Consob (nei rimanenti casi non sono state fatte valutazioni generali ma solamente su parti del testo).

Ad esito della consultazione, è stata approfondita l'opzione di un **ulteriore allargamento del novero dei soggetti** da includere fra quelli legittimati a sottoscrivere una quota dell'offerta in qualità di investitori "guida". Alla luce dei dati e delle opinioni prese in considerazione è stata valutata positivamente l'inclusione di una nuova categoria di soggetti da definire in base a criteri oggettivi, basati sui requisiti MiFID per gli investitori professionali su richiesta adattati allo specifico contesto di attività.

2. Le conseguenze sugli interessi di investitori e risparmiatori delle modifiche regolamentari poste in consultazione.

Il Documento "Esiti della Consultazione" di cui questa Relazione costituisce, ai sensi dell'art. 23, secondo comma, della legge n. 262 del 28 dicembre 2005, necessario completamento, espone le **modifiche definitivamente apportate** al Regolamento, da cui derivano le seguenti conseguenze:

CONSOB

- **ampliamento** potenziale dell'*ambito soggettivo* degli offerenti;
- **ampliamento** degli *strumenti finanziari* potenzialmente oggetto di offerta;
- **definizione più puntuale** del procedimento di autorizzazione e dei poteri della Consob nei confronti dei gestori;
- introduzione della possibilità, per i **gestori** che si dotino dei necessari requisiti organizzativi, di effettuare la **valutazione di appropriatezza (opt-in)**, consentendo in tal caso che le banche e imprese di investimento curino esclusivamente l'esecuzione delle operazioni (senza necessità di stipulare un contratto quadro);
- **ampliamento e specificazione** delle *informazioni* relative alla **gestione del portale** da fornire agli investitori potenziali;
- **ampliamento e specificazione** delle *informazioni* relative alle **singole offerte** da fornire agli investitori potenziali;
- **eliminazione**, per i gestori che **non** scelgano di effettuare la valutazione di appropriatezza, della necessità di somministrare un **questionario** comprovante la piena comprensione delle caratteristiche e dei rischi degli strumenti, valutata come una duplicazione delle attività che, in tali casi, le banche e le imprese di investimento dovranno continuare a svolgere nei confronti degli investitori in applicazione della “disciplina MiFID”;
- **estensione della valutazione di appropriatezza**, in caso di *opt-in*, a tutte le operazioni di investimento, anche “sotto-soglia”;
- **rafforzamento della separatezza** fra il patrimonio dell'offerente e i fondi raccolti, fino alla chiusura dell'offerta;
- previsione di un apposito schema, predisposto dalla Consob, per **ridurre ulteriormente gli oneri amministrativi** connessi alla comunicazione (elettronica) annuale di dati da parte dei portali;
- **ampliamento dell'ambito soggettivo** relativo ai soggetti legittimati a sottoscrivere la **quota riservata** agli investitori professionali e alle **particolari categorie di inventori individuate dalla Consob** ai fini del perfezionamento dell'offerta, dapprima (consultazione preliminare) ai “clienti professionali su richiesta” definiti dalla MiFID e, in seguito (consultazione sul testo regolamentare) alla nuova categoria degli “**investitori a supporto dell'innovazione**” definita sulla base di requisiti oggettivi identificati a seguito di analisi e approfondimenti basati (anche) sui contributi pervenuti in sede di consultazione.

Tali modifiche, nei confini dettati dalla legge delega, sono volte a perseguire, a beneficio degli investitori, una **maggiore efficacia dell'informativa**, una **estensione dei presidi** connessi alla

CONSOB

prestazione del servizio, *riducendo gli oneri* determinati da alcuni elementi procedurali che si sono rivelati eccessivamente gravosi. Il raggiungimento di tale obiettivo gioca un ruolo decisivo affinché l'*equity crowdfunding* possa rivelarsi uno strumento *più efficace come fonte alternativa* di raccolta per le imprese innovative.

La realizzazione quantitativa dei Benefici e dei Costi attesi dipenderà, in termini aggregati, dall'effettiva *volontà dei gestori di esercitare l'opt-in*, oltre che dall'interesse che le imprese e gli investitori esprimeranno per lo strumento di finanziamento alternativo, alla luce delle nuove disposizioni e, più in generale, della progressiva presa di coscienza delle sue potenzialità (euristica della "familiarità").

<i>BENEFICI ATTESI</i>	<i>COSTI ATTESI</i>
<p><i>Maggiori possibilità di investimento (e di finanziamento per le imprese innovative)</i></p> <p><i>Maggiore qualità del servizio offerto dai gestori autorizzati</i></p> <p><i>Aumento delle operazioni sottoposte al giudizio di appropriatezza</i></p> <p><i>Eliminazione delle duplicazioni fra "questionario" e "giudizio di appropriatezza"</i></p> <p><i>Rafforzamento della separatezza fra patrimonio dell'offerente e i fondi raccolti, fino alla chiusura dell'offerta</i></p> <p><i>Riduzione dei costi di transazione e possibilità di concludere le operazioni on-line</i></p> <p><i>Riduzione degli oneri legati al perfezionamento dell'offerta, per l'ampliamento del novero dei soggetti legittimati</i></p> <p><i>Riduzione degli oneri amministrativi</i></p>	<p><i>Adeguamento della struttura organizzativa dei gestori</i></p> <p><i>Elaborazione e pubblicazione dati e informazioni</i></p>

3. Il bilancio degli oneri

Per quanto riguarda gli *Oneri Amministrativi*, il Regolamento sull'*equity crowdfunding* approvato nel Giugno del 2013 era stato disegnato sulla base di quanto appreso dall'Istituto nell'ambito del proprio progetto di misurazione degli oneri, con la finalità di minimizzare l'impatto per i gestori autorizzati legato alla necessità di produrre e trasmettere dati nei confronti della Consob. Tale

CONSOB

obiettivo era stato ottenuto prevedendo la comunicazione elettronica di tutti i dati (tramite un'apposita casella di posta elettronica certificata), compresi i documenti relativi al procedimento di autorizzazione, e la razionalizzazione degli obblighi informativi in un unico articolo, rubricato “*Comunicazioni alla Consob*”, organizzato in tre commi che distinguono le comunicazioni “*ad evento*” relative alla società (1) e all'attività (2), da quelle periodiche (3), da effettuarsi entro il 31 marzo di ogni anno.

La “consultazione preliminare” ha evidenziato la proporzionalità di tali obblighi. Per accrescere ulteriormente l'efficiente trasmissione dei dati sull'operatività dei portali, è stato previsto che l'invio annuale degli stessi avvenga secondo uno *schema predisposto dalla Consob*, in modo da agevolare, da una parte, l'attività di elaborazione e trasmissione dati da parte dei gestori e, dall'altra, la fruibilità degli stessi da parte dell'Istituto.

Alla luce di quanto esposto, la revisione regolamentare è andata oltre il ristretto perimetro degli Oneri Amministrativi, concentrandosi sugli *Oneri di Conformità sostanziale, costi sostenuti dai cittadini o della imprese per adeguare il proprio comportamento, la propria attività, il proprio processo produttivo o i propri prodotti a quanto previsto dalla normativa*, a prescindere dai dati che dovranno elaborare, trasmettere e conservare per consentire i necessari controlli da parte delle autorità amministrative.

In tale prospettiva allargata, il bilancio degli oneri evidenzia una riduzione dei *costi regolatori*¹ connessa a:

- la *riduzione dei costi di transazione* e, in generale, degli obblighi connessi alla conclusione delle operazioni (che ci si attende più pronunciata in caso di *opt-in* dei gestori, ma che si determinerà anche in assenza di tale scelta, per l'eliminazione del “questionario” da sottoporre ai clienti, valutato come una duplicazione degli “obblighi MiFID”);
- la *riduzione degli oneri legati al perfezionamento dell'offerta*, per l'ampliamento del novero dei soggetti legittimati e per una loro ridefinizione secondo caratteristiche legate alla specificità del processo di investimento in società innovative.

¹ Gli oneri regolatori corrispondono alla somma dei costi di conformità sostanziale e degli oneri amministrativi. Per un approfondimento si rinvia al Programma per la misurazione e la riduzione degli oneri amministrativi, degli oneri regolatori e dei tempi contenuto nel D.P.C.M. del 28 Maggio 2014, disponibile alla pagina web <http://www.funzionepubblica.gov.it/media/1173342/dpcm%2028%20maggio%202014%20programma%20oneri%20amministrativi.pdf>



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

Le risposte alla consultazione dovranno pervenire entro il giorno 19 Settembre 2016, *on-line* per il tramite del **SIPE – Sistema Integrato per l’Esterno**,

oppure al seguente indirizzo:

C O N S O B
Divisione Strategie Regolamentari
Via G. B. Martini, n. 3
00198 ROMA

I commenti pervenuti saranno valutati ed elaborati ai fini della revisione regolamentare e pubblicati sul sito internet della Consob, salvo espressa richiesta di non divulgarli. Il generico avvertimento di confidenzialità del contenuto della *e-mail*, in calce alla stessa, non sarà considerato una richiesta di non divulgare i commenti inviati

1. PREMESSA

Con il Decreto Legislativo 15 febbraio 2016, n. 25, è stata recepita nell’ordinamento nazionale la Direttiva 2013/50/UE, che ha modificato la Direttiva 2004/109/CE (c.d. Direttiva *Transparency*). Nel recepimento della disciplina europea, sono state modificate, tra l’altro, le disposizioni relative alle relazioni finanziarie, innovando le regole inerenti alla pubblicazione, da parte di emittenti quotati aventi l’Italia come Stato membro d’origine, di informazioni periodiche aggiuntive rispetto alle relazioni finanziarie annuali e semestrali.

La normativa primaria, con la nuova formulazione dell’art. 154-*ter* (Relazioni finanziarie), commi 5 e 5-*bis*, del TUF¹, consente alla Consob di disporre, nei confronti degli emittenti sopra indicati, l’obbligo di pubblicare le informazioni periodiche aggiuntive e individua gli elementi da considerare ai fini dell’eventuale esercizio della delega regolamentare, specificando che lo stesso deve essere condotto anche in chiave comparatistica.

¹ “5. Con il regolamento di cui al comma 6, la Consob può disporre, nei confronti di emittenti aventi l’Italia come Stato membro d’origine, inclusi gli enti finanziari, l’obbligo di pubblicare informazioni finanziarie periodiche aggiuntive” [...] “5-*bis*. Prima dell’eventuale introduzione degli obblighi di cui al comma 5, la Consob rende pubblica l’analisi di impatto effettuata ai sensi dell’articolo 14, comma 24-*quater*, della legge 28 novembre 2005, n. 246. Quest’ultima, in conformità alla disciplina comunitaria di riferimento, esamina, anche in chiave comparatistica, la sussistenza delle seguenti condizioni: a) le informazioni finanziarie periodiche aggiuntive non comportano oneri sproporzionati, in particolare per i piccoli e medi emittenti interessati; b) il contenuto delle informazioni finanziarie periodiche aggiuntive richieste è proporzionato ai fattori che contribuiscono alle decisioni di investimento assunte dagli investitori; c) le informazioni finanziarie 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”.

CONSOB

In particolare, viene dato rilievo, da un lato, alla eccessiva onerosità che potrebbe essere connessa con la reintroduzione di obblighi relativi alle informazioni trimestrali, e, dall'altro, alla rilevanza del contributo che le stesse informazioni possono fornire alle decisioni di investimento assunte dagli investitori.

A tali elementi è necessario aggiungere ulteriori valutazioni, relative alla possibilità che gli obblighi informativi trimestrali incidano negativamente sulla percezione delle prospettive aziendali, favorendo una prospettiva di breve termine nell'osservazione dei risultati, e sulle possibilità di accesso dei piccoli e medi emittenti ai mercati regolamentati.

Al fine di valutare l'esercizio della delega regolamentare conferita dal TUF, la Consob ha pubblicato in data 14 aprile 2016 un Documento di consultazione preliminare contenente alcune analisi relative a di tali elementi, invitando specifiche categorie di *stakeholders* a fornire dati ed evidenze in merito. Nel presente Documento si illustrano gli esiti di tale consultazione e delle analisi relative ai costi e ai benefici connessi, rappresentati nel paragrafo 2), e la proposta di modifica delle relative disposizioni regolamentari, esposte nel paragrafo 3).

2. SINTESI DELLE RISPOSTE ALLA CONSULTAZIONE PRELIMINARE

Sono pervenuti 22 contributi nel corso della consultazione possono, che possono essere così ripartiti sulla base della matrice di *stakeholder mapping*²:

Soggetto	Categoria	Settore	Rappresentatività	Interesse
ADEIMF	Associazione	Università	2	1
AIAF	Associazione	Analisti	2	2
ANIA	Associazione	Assicurazioni	2	2
ASCOPIAVE	Emittente	Energia	1	2
Anonimo	Emittente	-	1	2
ASSIREVI	Associazione	Revisione	2	2
ASSONIME	Associazione	Società	2	2
ODCE Bocconi	Osservatorio	Università	2	1
Feder Supporter	Associazione	Sport	2	2
ASSOGESTIONI	Associazione	Risparmio Gestito	2	2
Flavio Dezzani	Professore	Università <i>Management</i>	1	1
IREN	Emittente	Energia	1	2
Manuela Geranio	Professoressa	Università Economia	1	1
Marco Bava	Consulente	Economia	1	1
Università Cattolica del Sacro Cuore	Università	Economia	2	1
Studio DIAWONDS	Consulente	Economia e Finanza	1	2
Studio Legale Mastracci	Vari	Vari	2	2

² La *Stakeholder mapping matrix* costituisce uno degli strumenti essenziali della strategia di consultazione e consente un migliore inquadramento dei risultati. Si precisa in questa sede che per "rappresentatività" si intende la capacità di esprimere dati ed evidenze relative ad un numero rilevante di soggetti, e per "interesse" la concreta capacità degli aspetti normativi in consultazione di incidere sull'attività del soggetto rispondente. Per un'analisi tecnica completa dello strumento si rinvia alla pagina http://ec.europa.eu/smart-regulation/guidelines/tool_50_en.htm

CONSOB

- FederPrOMM - UILTuCS				
LUXOTTICA	Emittente	Moda	1	2
UNIPOL	Emittente	Conglomerato Fin/Assicurativo	1	2
Vella	Professore	Scienze giuridiche	1	1
FCA Society Italy	Associazione	Analisti	2	2
YOOX NET-A-PORTER GROUP	Emittente	Moda	1	2

2.1 Inquadramento sistematico

Come indicato nel Documento di consultazione preliminare pubblicato il 14 aprile 2016, la normativa primaria orienta l'esame degli elementi da considerare ai fini dell'eventuale esercizio della delega regolamentare relativa all'introduzione dell'obbligo di pubblicare informazioni finanziarie periodiche aggiuntive rispetto a quelle annuali e semestrali, specificando che lo stesso deve essere condotto anche in chiave comparatistica.

In via generale, il contributo dell'Associazione dei Docenti di Economia degli Intermediari Finanziari (di seguito "ADEIMF") ha posto in evidenza i vantaggi sistematici legati alla pubblicazione di tali informazioni: *"diversi sono gli studi che rilevano come a maggiori livelli di disclosure nel bilancio dell'impresa si associ un minore costo del capitale azionario, con la conseguente riduzione del fattore con cui vengono scontati i risultati d'impresa. Una disclosure contabile di alta qualità aumenta la comprensione circa la redditività degli investimenti realizzati dall'impresa. 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"*. Lo stesso rispondente, tuttavia, ha evidenziato che aumentare la frequenza del rilascio di informazioni pubbliche potrebbe far aumentare i costi fino a superare i benefici connessi all'informativa aggiuntiva: sempre secondo l'ADEIMF, infatti, *"non è osservabile una "soluzione d'angolo" di massima disclosure. All'aumentare della frequenza e del dettaglio del reporting l'impresa sostiene costi diretti crescenti che, data la natura prevalente di costi fissi, penalizzano le imprese di minori dimensioni. Vi sono poi costi collegati alla natura proprietaria dell'informazione e agli svantaggi competitivi che possono derivare dalla pubblicità di fatti e strategie aziendali. Vi sono infine i costi reputazionali e di contenzioso giudiziario legati alla disclosure di previsioni incerte, qualora i risultati si dimostrassero poi sfavorevoli"*.

Nel contributo del Professor Vella (Università di Bologna) è stato rappresentato che *"aumentare (la frequenza del) l'informazione può diminuire il costo del capitale, ma può avere anche effetti negativi. Una maggiore concentrazione delle norme sulla qualità dell'informazione annuale può portare maggiori benefici di una informazione meno precisa e abbondante, ma più disseminata. Altri studi mostrano che la velocità con la quale il prezzo di mercato incorpora le nuove informazioni aumenta di più quando esse sono rilasciate su base volontaria, rispetto a quando è la legge ad imporlo. Altri ancora evidenziano come l'eccessiva frequenza delle informazioni non cambia solo il comportamento degli investitori ma ha anche un impatto rilevante sulla governance dell'emittente. In definitiva, una informazione obbligatoria molto frequente non ha solo effetti*

CONSOB

positivi, ma anche costi di governance che possono essere in contrasto con il perseguimento di lungo termine dell'interesse sociale”.

2.2 Onerosità

Con riferimento al tema dell'eccessiva onerosità che potrebbe essere connessa con l'introduzione (o, meglio, il mantenimento) degli obblighi relativi alle informazioni trimestrali, mediante la consultazione è stato possibile acquisire elementi utili a evidenziare che:

- 1) l'onere legato al *reporting* periodico è normalmente sostenuto dalle imprese non tanto per conformarsi al dettato normativo quanto per migliorare l'efficacia e l'efficienza della propria gestione. La pubblicazione impone certamente una dose aggiuntiva di accuratezza e alcuni costi di conformità sostanziale, ma questi potrebbero valere circa un quinto della spesa complessiva, come emerge esplicitamente dal contributo pervenuti da un emittente quotato (cfr. contributo di ASCOPIAVE). Inoltre, nel caso in cui gli oneri siano legati ad attività di consulenza acquistate dall'emittente, è presumibile che le stesse non siano legate allo specifico documento e, dunque, all'eliminazione di un obbligo potrebbe non essere associata una equivalente riduzione di costi;
- 2) l'onere è *firm specific* e varia notevolmente nella sua struttura e nelle sue potenzialità informative da emittente a emittente, confermando quanto già emerso dai dati della Commissione Europea che testimoniavano tale caratteristica tramite l'ampio campo di variazione delle rilevazioni sugli oneri;
- 3) la pubblicazione di informazioni periodiche aggiuntive può essere richiesta dalle regole di funzionamento di specifici mercati³. La diffusione di informazioni può costituire, dunque, uno dei fattori principali della liquidità di un titolo e anche la pubblicazione (oltre al *reporting* aziendale) non appare essere un costo interamente regolatorio, ma viene sostenuto in virtù dei benefici che possono derivare all'impresa in termini di costo del capitale.

Pertanto, come sintetizzato nel contributo della Prof.ssa Geranio (Università Bocconi) “*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.*”. Conseguentemente, la maggiore o minore onerosità degli obblighi di pubblicazione delle informazioni finanziarie non può che essere oggetto di valutazione tenendo conto delle specificità dell'emittente interessato.

In sostanza, pur riconoscendo che l'aumento della frequenza delle rilevazioni e delle pubblicazioni è potenzialmente in grado di determinare un incremento di costi non proporzionale ai relativi benefici per gli investitori, non sembrerebbe che l'orizzonte temporale trimestrale determini un tale risultato, anche alla luce dei contributi pervenuti alla Consob, dei quali si riportano alcuni estratti.

In particolare, ai fini della consultazione, l'Associazione fra le Società Italiane per Azioni (di seguito “ASSONIME”) ha consultato le proprie associate quotate, ricevendo 19 risposte, che confermano le stime di costi fatte dalla Commissione Europea e riproposte dalla Consob nel

³ Ad esempio, Borsa Italiana richiede il rendiconto intermedio in caso di quotazione sul segmento STAR.

CONSOB

Documento di consultazione preliminare: nella maggior parte dei casi le società collocano i propri costi all'interno del *range* definito dalla Commissione Europea per la rispettiva classe dimensionale; tale fenomeno trova ulteriore conferma nell'analisi dei contributi pervenuti direttamente da emittenti quotati alla Consob in risposta alla consultazione. Peraltro, secondo ASSONIME, *“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). Alcuni emittenti hanno segnalato come la redazione della relazione trimestrale imponga una vera e propria “chiusura di bilancio”, con maggiori costi diretti e indiretti per le attività di produzione e verifica dei dati, anche in considerazione della brevità dell'orizzonte temporale”*.

Anche il contributo dell'Associazione Italiana Revisori Contabili (di seguito “ASSIREVI”) ha evidenziato che *“le informazioni finanziarie periodiche trimestrali sono normalmente utilizzate dal management per le attività di monitoraggio della gestione aziendale e, tuttavia, la pubblicazione impone comunque un onere aggiuntivo di precisione e di verifica delle informazioni che impegna le strutture aziendali in modo diverso in funzione delle caratteristiche della società, del suo settore e di aspetti specifici del contesto in cui opera”*.

Il contributo pervenuto da un altro emittente ha evidenziato come *“appurato che le società di maggiori dimensioni, nella norma, predispongano ai fini interni un report periodico, è altrettanto evidente che non necessariamente tale documento debba avere una cadenza trimestrale. In ogni caso, anche nelle società di maggiore dimensione è necessaria un'opportuna valutazione dei costi di reportistica, tenendo in considerazione, per le ragioni sopra addotte, il rapporto costi sostenuti, rapportato al beneficio apportato nei confronti delle scelte di investimento effettuate dagli operatori finanziari”*.

Nel medesimo senso, il contributo dell'Associazione Nazionale fra le Imprese Assicuratrici (di seguito “ANIA”) ha indicato esplicitamente che *“l'elemento dell'onerosità non risulta determinante almeno per emittenti di grandi dimensioni”*, mentre il contributo di un altro emittente, operante in un diverso settore di attività, ha invece evidenziato che la complessità organizzativa incide fortemente sulla rendicontazione trimestrale, rendendo particolarmente onerosa la raccolta e l'elaborazione delle informazioni.

Risulta confermata, dunque, la duplice natura dei costi legati alla pubblicazione di informazioni periodiche ulteriori rispetto a quelle annuali e semestrali, in parte gestionali e in parte regolatori, e la loro specificità rispetto a diversi contesti aziendali. Si tratta di distinzioni legate principalmente alle caratteristiche dello specifico settore di attività, nonché al modello (e all'efficienza) gestionale del singolo emittente e, pertanto, come indicato nel contributo del Prof. Vella (Università di Bologna) *“una differenziazione della frequenza in ragione della dimensione, da un lato non troverebbe una piena giustificazione, dall'altro potrebbe introdurre curvature distorsive e doppi regimi nelle scelte effettuate dagli investitori”*.

Inoltre, anche escludendo le determinanti gestionali, è possibile evidenziare che, eliminati i costi di pubblicazione, l'impresa si troverebbe a dover fare una valutazione su quali comunicazioni diffondere basata sulla domanda di informazioni proveniente dal mercato, tenendo anche conto di

CONSOB

obblighi eventualmente imposti dal rispetto della disciplina sugli abusi di mercato o del prospetto d'offerta, nonché dagli stessi gestori delle piattaforme di scambio per favorire la liquidità dei titoli.

Altri contributi pervenuti hanno rappresentato taluni aspetti specifici concernenti il tema dell'eccessiva onerosità degli obblighi di *report*.

In particolare, secondo quanto illustrato nel contributo della società di consulenza DIAWONDS “*è necessario distinguere tra costo della semplice produzione di informazioni finanziarie (dati finanziari qualificati e contestualizzati) ed il più oneroso costo del commento alle informazioni finanziarie. La limitazione delle informazioni periodiche aggiuntive ad informazioni finanziarie non accompagnate da commenti limiterebbe significativamente gli oneri in particolare per piccoli e medi emittenti. Informazioni finanziarie anche prive di commento possono certamente contribuire alle decisioni d'investimento assunte dagli investitori*”.

Il contributo dell'Associazione italiana del risparmio gestito (di seguito “ASSOGESTIONI”), ha evidenziato che l'eliminazione del resoconto intermedio di gestione riguarderebbe anche i fondi immobiliari quotati, talché “*non esercitando la delega la Commissione consentirebbe una utile riduzione degli oneri anche per i quotisti dei FIA immobiliari, senza che ciò si traduca in una perdita di informazioni a disposizioni degli investitori e del mercato*”.

Secondo quanto rappresentato nel contributo del Professor Sottoriva (Università Cattolica del Sacro Cuore), la predisposizione e la pubblicazione di informazioni finanziarie trimestrali non determinerebbe “*un particolare aggravio di costi nell'ambito delle strutture amministrativo-contabili degli emittenti atteso che, tendenzialmente, un'informativa trimestrale è già comunque predisposta al fine dello svolgimento delle funzioni proprie dell'organo amministrativo e dell'organo di controllo*”. Anche secondo il contributo del Dott. Marco Bava “*non vi è eccessiva onerosità in quanto tali dati appartengono di fatto al normale controllo di gestione nonché del piano industriale*”.

Infine, secondo il contributo dello Studio Legale Mastracci e Feder.Pr.O.M.M., “*gli emittenti hanno mostrato la loro preferenza a sostenere i costi aggiuntivi per una rendicontazione trimestrale*” con riferimento al fatto che pur essendo venuto meno l'obbligo molti emittenti quotati hanno optato per la scelta di pubblicare informazioni periodiche, pur differenziandosi notevolmente nella forma e nella sostanza delle comunicazioni al mercato.

2.3 Utilità per le decisioni di investimento

2.3.1 Le risposte alla consultazione

L'analisi dei contributi alla consultazione dimostra che la pubblicazione delle informazioni da parte degli emittenti quotati potrebbe non interessare necessariamente gli investitori *retail* e le loro associazioni. Tale conclusione muove dalla constatazione che, indipendentemente dal grado di conoscenza della materia finanziaria, gli investitori accedono spesso alle informazioni in modo mediato, attraverso soggetti che sono in grado di decodificarle e renderle maggiormente accessibili e fruibili. In tale contesto, gli analisti e i consulenti finanziari rappresentano i principali “mediatori”

CONSOB

dei contenuti informativi impliciti nelle informazioni periodiche, unitamente ai gestori del risparmio collettivo responsabili dei processi decisionali di investimento.

Ciò posto, considerando che tali soggetti rappresentano i beneficiari delle informazioni finanziarie, essendo in grado a loro volta di mediare e trasferire i benefici dell'informazione pubblica ad altre categorie di soggetti, dal lato della domanda (di informazioni) è possibile ritenere ottimale una "soluzione d'angolo", per la quale aumentando la frequenza di pubblicazione delle informazioni queste continuano a determinare, anche indirettamente, un'utilità aggiuntiva per gli investitori. Diversamente, alcuni *stakeholders* hanno ritenuto che tale utilità aggiuntiva possa essere raggiunta anche attraverso gli adempimenti informativi derivanti dalla disciplina degli abusi di mercato e del prospetto, piuttosto che attraverso gli obblighi derivanti dalla Direttiva *Transparency*.

Secondo quanto rappresentato nel contributo dell'Associazione Italiana degli Analisti e Consulenti Finanziari (di seguito "AIAF"), *"maggiori sono i dati e le informazioni trasmesse dagli emittenti al mercato, minori sono i rischi di asimmetrie informative e di "unfair" disclosure. Un adeguato e trasparente livello di informativa da parte delle società quotate circa l'andamento aziendale è uno dei presupposti indispensabili per il corretto ed efficiente funzionamento del mercato ed è alla base delle relazioni con gli investitori e, più in generale, con i diversi Stakeholders"*. Inoltre, l'AIAF ha ritenuto che *"la decisione di cancellare l'obbligo di mettere a disposizione del pubblico le relazioni trimestrali riduca, in generale, l'informativa al mercato, penalizzi gli investitori, e renda più difficile il lavoro stesso degli analisti finanziari."* Particolari rischi vengono associati dagli analisti al periodo *"tra l'annuncio dei risultati semestrali (ad esempio, fine luglio) e l'annuncio dei risultati annuali (ad esempio, fine febbraio, inizi di marzo)"*.

I medesimi fattori di rischio non risultano invece condivisi dal contributo di ASSOGESTIONI, secondo cui *"la protezione degli investitori nonché l'obbligo di fornire informazioni al mercato"* sono *"sufficientemente garantiti dalle disposizioni contenute nella Direttiva Prospetto e nella Disciplina in materia di Abusi di mercato"*.

Secondo quanto rappresentato dallo Studio Legale Mastracci e Feder.Pr.O.M.M., la determinante fondamentale dell'utilità aggiuntiva connessa alle informazioni periodiche sarebbe costituita dalla loro comprensibilità: *"la pubblicazione di un'informazione trimestrale costituisce uno strumento positivo per gli investitori in termini di maggiore tutela ma anche per gli emittenti come valore aggiunto fra i fattori che contribuirebbero alle decisioni di investimento da parte degli investitori. Le informazioni trimestrali costituirebbero un'utilità aggiuntiva laddove risultassero di facile comprensione e facilmente leggibili, posto che i suoi destinatari spesso possono non essere esperti di credito o finanza."*

La fruibilità dei documenti contabili appare elemento determinante anche nel contributo pervenuto dal *CFA Institute Italy* (associazione di investitori professionali affiliata a *CFA Institute*). Il contributo di quest'ultimo rispondente ha evidenziato, infatti, che *"gli sforzi indirizzati a ridurre la complessità nelle relazioni finanziarie sono stati principalmente guidati da chi deve preparare queste relazioni, con l'obiettivo dichiarato di ridurre i costi di compliance"* mentre *"quello che spesso, purtroppo, è mancato nelle discussioni è il punto di vista degli investitori che, è sempre bene ricordare, sono i principali fruitori dei rendiconti finanziari"*.

CONSOB

Il *CFA Institute* ha allegato al contributo uno studio (“*Addressing financial reporting complexity*”) frutto di un sondaggio tra i membri di *CFA Institute* condotto nel mese di maggio 2014. Le principali risultanze dello studio riguardano raccomandazioni per eliminare il *focus* sul breve termine e indicazioni sul contenuto minimo ritenuto necessario per formulare scelte di investimento consapevoli, che saranno approfondite nei seguenti paragrafi. La preoccupazione fondamentale è legata ad una eccessiva disomogeneità nel modo in cui “*sono preparate e presentate le relazioni finanziarie*”.

La concretezza di tale rischio, che fa da contraltare alla flessibilità e ai minori costi che l’eventuale pubblicazione volontaria determinerebbe per gli emittenti, è stata segnalata nel proprio contributo da FEDERSUPPORTER (associazione rappresentativa dei sostenitori di società ed associazioni sportive). Secondo tale associazione “*l’eliminazione dell’obbligo [di pubblicazione del resoconto intermedio di gestione] ha generato una situazione di macroscopica asimmetria fra società: una ha pubblicato la trimestrale, una ha pubblicato alcuni dati informando almeno gli azionisti del “venir meno” dell’obbligo informativo periodico, mentre una terza non ha pubblicato informazioni né informato gli azionisti.*” In base a tale risultato, si osserva, “*stanno venendo meno e verranno meno elementi fondamentali per valutare la situazione economica delle società sportive quotate.*”

L’eliminazione dell’obbligo riferito al 31 marzo 2016 avrebbe consentito tale asimmetria, sebbene molte società abbiano optato per il mantenimento di una informativa pubblica sui risultati del primo trimestre.

Secondo il contributo di ASSIREVI, “*Borsa Italiana, nel confermare l’obbligo di pubblicazione del resoconto intermedio di gestione per gli emittenti negoziati presso il segmento STAR ha attribuito una certa utilità per il mercato alla predisposizione di tale informativa periodica. L’utilità delle informazioni è comunque correlata alla loro correttezza che dovrebbe essere garantita dall’esistenza di un adeguato sistema di controllo interno ed eventualmente dall’espletamento di verifiche da parte di soggetti esterni.*”

L’analisi costi-benefici della pubblicazione di informazioni periodiche da parte degli emittenti interessati - fuori dai casi di obbligatorietà della stessa - può consentire di determinare eventuali benefici per i medesimi emittenti. Tale punto di vista è stato sintetizzato da ASCOPIAVE, secondo cui “*il risparmio non significativo [derivante dalla mancata pubblicazione del resoconto intermedio di gestione] determinerebbe delle rilevanti criticità, in quanto il mercato non otterrebbe la visibilità sui risultati del primo trimestre dell’esercizio, dove le vendite di gas naturale sono maggiormente concentrate.*”

Come sintetizzato nel contributo della Prof.ssa Geranio, non solo l’onerosità ma anche “*l’utilità delle informazioni trimestrali 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.*”

D’altro canto, non tutti gli emittenti potrebbero assegnare un valore elevato in termini di utilità aggiuntiva derivante dalla pubblicazione di informazioni periodiche. Il contributo di ASSONIME, in particolare, ha riferito che l’indagine condotta fra gli emittenti ha “*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*

CONSOB

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. In alcuni settori 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".

D'altra parte, dal contributo di ANIA è emerso come l'eliminazione degli obblighi potrebbe essere l'occasione per una valutazione più ampia su quali siano i canali di comunicazione più efficaci, piuttosto che per evitare di diffondere informazioni. *"Dal punto di vista dei benefici informativi per il mercato, l'esperienza del settore indica che, da una parte, le trimestrali sono portatrici di un potere informativo limitato rispetto alle informative annuale e semestrale, e dall'altra, spingono gli investitori stessi ad un focus eccessivo sui risultati reddituali di breve termine"*. Altre forme di interazione con gli investitori, adattate alle specifiche necessità informative (come ad esempio gli *investor days*), si sarebbero dimostrate maggiormente efficaci delle relazioni trimestrali per la comunicazione di strategie e obiettivi di medio e lungo termine.

Da ultimo, il contributo di un emittente (Luxottica) ha segnalato *"che la scelta di non pubblicare la trimestrale, comunicata il 15 aprile u.s., non ha comportato alcun riscontro negativo da parte di analisti e investitori istituzionali"*.

2.3.2 Le ulteriori analisi compiute dalla Consob

Ciò premesso, per acquisire ulteriori evidenze circa l'utilità delle informazioni periodiche nei processi decisionali degli investitori, la Consob ha esaminato un campione di 26 società quotate (ripartite tra società ad elevata capitalizzazione e società a capitalizzazione medio-bassa). I dati sui prezzi ufficiali registrati giornalmente nel periodo *gennaio 2008-maggio 2016* (oltre 2.000 osservazioni per emittente) sono stati analizzati e messi in relazione alla pubblicazione di informazioni periodiche annuali, semestrali e trimestrali. Obiettivo dell'analisi è stato quello di verificare se eventuali "anomalie" di prezzo si siano verificate con un'incidenza particolarmente elevata in associazione con la diffusione delle informazioni contenute nei tre tipi di relazioni finanziarie sopra menzionati, con particolare attenzione alle trimestrali.

Ai fini dell'individuazione delle "anomalie" di prezzo delle 26 società del campione sono stati utilizzati gli stessi metodi probabilistici discussi dettagliatamente nel Quaderno di Finanza Consob n. 45 del Febbraio 2001 intitolato: *"Insider Trading, Abnormal Return and Preferential Information: Supervising through a Probabilistic Model"*. In estrema sintesi, i suddetti metodi probabilistici, partendo da un numero relativamente limitato di osservazioni di prezzo/rendimento di un titolo azionario, ne modellizzano la dinamica aleatoria, permettendo di costruire degli intervalli in cui, con un certo livello di confidenza, i prezzi si dovrebbero posizionare nel futuro⁴. Laddove il prezzo che poi effettivamente verrà a realizzarsi dovesse posizionarsi all'esterno degli estremi dei

⁴ Si rinvia alla pubblicazione citata nel testo per i dettagli tecnici della metodologia applicata.

CONSOB

suddetti intervalli predittivi, tale prezzo si qualificherebbe come “anomalo” (c.d. *outlier*), circostanza che è tipicamente imputabile all’emersione di nuove informazioni riguardanti il titolo in esame.

Per ciascuna delle 26 società del campione sono stati rilevati gli *outliers* che si sono manifestati nel periodo di osservazione considerato (gennaio 2008-maggio 2016). Successivamente, si è proceduto a verificare le corrispondenze tra le date di accadimento degli *outliers* e il “*periodo di diffusione*” delle relazioni finanziarie annuali, semestrali e trimestrali⁵. Infine, una volta individuati i *matches* (ossia i casi in cui gli *outliers* si sono manifestati nel giorno di diffusione di una relazione trimestrale o nel giorno immediatamente successivo), è stato implementato un apposito test statistico (*chi quadro*) per verificare, con un dato livello di confidenza (95%), l’ipotesi che l’incidenza degli *outliers* sia mediamente più elevata nei periodi di diffusione delle relazioni finanziarie rispetto alla generalità dei giorni di negoziazione presenti nell’intero periodo di osservazione. L’accettazione di tale ipotesi, infatti, indica che le relazioni finanziarie hanno un impatto significativo sull’evoluzione dei prezzi dei titoli quotati ovvero, in termini tecnici, che l’occorrenza di un *outlier* non è un evento indipendente rispetto all’evento rappresentato dalla pubblicazione di un bilancio, una relazione semestrale o una trimestrale.

La sopra descritta verifica di significatività è stata condotta con livelli di granularità crescenti secondo le due direttrici date rispettivamente dal tipo di relazione finanziaria (tutte, solo bilancio, solo semestrale, entrambe le trimestrali, solo prima trimestrale, solo terza trimestrale) e dal livello di capitalizzazione delle società del campione (tutte, solo quelle a elevata capitalizzazione, solo quelle a capitalizzazioni medio-bassa).

I risultati dell’analisi svolta hanno evidenziato che, a livello aggregato, le relazioni finanziarie tendono ad *avere un impatto di una certa significatività sul prezzo dei titoli quotati*; il medesimo fenomeno è riscontrabile anche con specifico riguardo all’informativa contenuta nei bilanci annuali. Per quanto concerne le altre relazioni finanziarie, le analisi svolte hanno evidenziato che la semestrale conserva una certa significatività; meno univoci sono invece i risultati che riguardano le relazioni trimestrali, le quali hanno mostrato una discreta significatività se considerate congiuntamente⁶, mentre si sono collocate al limite della significatività se considerate individualmente⁷.

Un’ulteriore analisi di maggior dettaglio è stata svolta dividendo il campione in due sotto-insiemi a seconda che le società esaminate presentassero o meno una capitalizzazione di mercato elevata (per discriminare le società è stata utilizzata la soglia dei 300 milioni di euro).

⁵ Per “periodo di diffusione” di una relazione finanziaria sono stati considerati sia il giorno stesso della relazione sia il giorno immediatamente successivo, in modo da tener conto di possibili effetti di trascinarsi delle notizie sui comportamenti dei prezzi; la reazione del prezzo, infatti, per motivi di inerzia potrebbe dispiegarsi anche nei giorni immediatamente successivi a quello in cui la notizia rilevante viene resa nota. Nel caso di specie, tenendo conto dell’opportunità di calibrare adeguatamente possibili reazioni di inerzia con il paradigma di efficienza dei mercati, si è considerato solo 1 giorno dopo quello di diffusione della notizia.

⁶ In tal caso sono stati considerati indifferentemente *matches* fra *outliers* e pubblicazione di informazioni relative al primo e al terzo trimestre.

⁷ In tal caso sono stati considerati separatamente i *matches* fra *outlier* e informazioni relative al primo trimestre rispetto ai *matches* fra *outlier* e informazioni relative al terzo trimestre.

CONSOB

Avuto riguardo alle società ad elevata capitalizzazione (16 su 26), risulta confermata la significatività dell'informativa contenuta, in via generale, nelle relazioni finanziarie in termini di impatto sul processo di formazione dei prezzi. Parimenti, il bilancio d'esercizio e la relazione semestrale incidono sulle quotazioni dei titoli a elevata capitalizzazione. Per quanto concerne le relazioni trimestrali, i risultati delle elaborazioni quantitative svolte non hanno offerto – anche in questo caso – indicazioni del tutto univoche, ma si rileva comunque che per le società ad elevata capitalizzazione le trimestrali hanno mostrato una certa capacità di influenzare i corsi azionari, peraltro più marcata rispetto all'intero campione delle 26 società quotate. Peraltro, il risultato relativo all'impatto congiunto delle due trimestrali ha presentato un grado di significatività piuttosto consistente.

Diversa è la situazione per le società con capitalizzazione medio-bassa (10 su 26). Per queste società, infatti, l'informativa contenuta in via generale nelle relazioni finanziarie si è mostrata scarsamente idonea ad influenzare (per lo meno in misura significativa) i corsi azionari. Analoga evidenza è stata riscontrata con riguardo al bilancio d'esercizio, e in maniera ancor più netta per la relazione semestrale e per le trimestrali.

2.4 “Short-Termism”

Il fenomeno del cosiddetto “*short-termism*” è rappresentato come una correlazione osservabile fra la pubblicazione di informazioni e la tendenza a conferire un “peso” maggiore nell'ambito dei processi decisionali ai dati attuali rispetto a quelli futuri. Rispetto a tale presunto nesso causale, il contributo dell'ADEIMF ha rappresentato che “*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 periodo*”.

L'intensificazione del *reporting* rappresenta solo uno dei fenomeni, e non certo il più importante, come riconosciuto anche dalla Commissione Europea, con cui si manifesta la tendenza del sistema economico a privilegiare un orizzonte di breve termine dei propri investimenti.

In letteratura, secondo quanto riportato nel contributo dell'ADEIMF “*non mancano posizioni che ridimensionano la tesi che sostiene la tendenza verso un maggiore short-termism dei mercati. Per Roe una valutazione di questa tendenza deve essere collocata in una visione più generale del funzionamento del sistema economico e finanziario, tenendo conto del fatto che la maggiore frequenza del trading da parte di alcune tipologie di investitori risulta bilanciata dall'importanza che assume il settore del venture capital e del private equity nel sostenere i processi di crescita delle imprese. 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 il ruolo del comportamento dei managers e gli incentivi interni ad un atteggiamento di gestione miope. 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 stessi*”.

Secondo il contributo della Prof.ssa Geranio (Università Bocconi) assumono rilevanza anche condizioni contingenti, in quanto lo *short-termism* “è un atteggiamento [...] ancor più accentuato