

## Documento di risposta alla consultazione CONSOB riguardo alla modifica alla disciplina delle relazioni finanziarie periodiche introdotte dal D.Lgs. del 15 Febbraio 2016, n. 25, che recepisce la Direttiva 2013/50/UE

### Premessa

Si dà seguito alla Vostra richiesta di consultazione riguardo la disciplina di cui all'oggetto ed in particolare alla richiesta verifica, anche in chiave comparatistica, dell'impatto della nuova normativa sul mercato in modo che:

- a) Le informazioni finanziarie periodiche non comportino oneri sproporzionati, in particolare per i piccoli e medi emittenti interessati;
- b) Il contenuto delle informazioni finanziarie periodiche aggiuntive richieste sia proporzionato ai fattori che contribuiscono alle decisioni di investimento assunte dagli Investitori;
- c) Le informazioni finanziarie periodiche aggiuntive richieste non favoriscano un'attenzione eccessiva ai risultati ed al rendimento a breve termine degli emittenti e non incidano negativamente sulle possibilità di accesso dei piccoli e medi emittenti ai mercati regolamentati.

E' intenzione di AIAF di contribuire a dare indicazione riguardo ai punti di cui sopra riportando le conclusioni del dibattito effettuato in data 22 Aprile 2016, tra i propri iscritti.

### Il contributo di AIAF

#### Considerazioni generali

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*.

Maggiori sono i dati e le informazioni trasmesse dagli emittenti al mercato, minori sono i rischi di asimmetrie informative e di "unfair" disclosure.

Riteniamo 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.

Il fatto che, anche all'interno del medesimo mercato azionario, le società quotate seguano approcci diversi nella comunicazione trimestrale, potrebbe infatti limitare la possibilità di effettuare confronti significativi, a livello di mercato domestico.

Un ulteriore problema in tal senso è determinato dal diverso orientamento seguito nei vari Paesi europei: si riduce, infatti, la possibilità di effettuare confronti significativi ed approfonditi tra

società operanti nello stesso settore ma quotate in Paesi europei diversi. A tal proposito, un'azione di maggior coordinamento a livello ESMA sarebbe quanto mai auspicabile.

Tralasciamo ogni considerazione sul fatto che ad una minore cadenza informativa da parte delle società quotate corrisponderà, probabilmente, un accresciuto livello di volatilità delle quotazioni azionarie. L'argomento (che riteniamo di per sé intuitivo), già nel 1999 era stato una delle ragioni che aveva portato all'emissione del Regolamento CONSOB n° 11971/99 (che aveva introdotto l'obbligo delle relazioni trimestrali per le società quotate).

Osserviamo infatti che tra l'annuncio dei risultati semestrali (ad esempio, fine luglio) e l'annuncio dei risultati annuali (ad esempio, fine febbraio, inizi di marzo) trascorreranno mediamente 7 (sette) mesi. Ed è singolare nemesi storica dover ritornare, con le stesse motivazioni sui medesimi argomenti, a distanza di circa 17 anni. Chi non ricorda la storia è destinato a riviverla, verrebbe da commentare.

Se il problema è quello di mitigare lo "*short-termism*" degli investitori, eliminare le trimestrali ci appare una soluzione dirigistica, che sovrappone e confonde gli effetti con le cause del problema. A chi verrebbe in mente di contrastare il degrado sociale delle periferie (causa) vietando l'ascolto della musica rap (effetto)? O di combattere l'obesità (causa) vietando la pubblicità di snack al cioccolato in televisione (effetto)? Le relazioni trimestrali (effetto) riflettono la necessità di un dialogo frequente e trasparente tra emittenti quotati ed investitori (causa). Ma siamo sicuri che sia questa la "causa" principale dello *short-termism* che il regolatore vuole contrastare?

Si osserva che l'annuncio trimestrale, determinando sorprese positive o negative negli investitori rispetto alle attese, è causa di volatilità non necessaria e non desiderata, poiché farebbe perdere di vista il trend fondamentale di medio-lungo periodo. Per chi ne conserva ancora memoria, l'esperienza precedente all'introduzione delle trimestrali ci dice che tale volatilità risulta amplificata quando l'intervallo di "aggiustamento delle aspettative" si allunga da tre a sei-sette mesi; l'intuito dovrebbe sopperire alla assenza di memoria (o all'amnesia) per tutti gli altri.

In un'epoca nella quale è possibile condividere in tempo reale ogni istante delle nostre esistenze, dilatare i tempi della informativa societaria è una decisione fuori tempo massimo; tanto più quando la tecnologia (es. XBRL) già offre strumenti che semplificano notevolmente gli oneri di generazione di situazioni di gestione di periodo.

### *Informativa periodica e Small Caps*

Un livello insufficiente d'informativa societaria potrebbe inoltre indurre alcuni analisti a sospendere il *coverage* in quanto non verrebbe più garantito quel corretto grado di approfondimento delle analisi societarie necessario per svolgere in modo professionale il proprio lavoro. In particolare, questo rischio, è tanto più presente nel caso delle Small & Mid Caps molte delle quali, già oggi, soffrono per un numero ridotto di coperture da parte degli analisti finanziari.

La prossima entrata in vigore della MiFID II, con l'obbligo per i gestori di definire un budget per l'acquisto di ricerca, è un altro elemento che potrebbe penalizzare le coperture delle Small & Mid

Caps da parte dei broker, con una ulteriore conseguente marginalizzazione di questa categoria di titoli. Tale situazione andrebbe tenuta in debita considerazione anche alla luce dell'attività dei fondi (presenti e di futura costituzione) dedicati principalmente all'investimento nella PMI nazionali.

Un'informativa non adeguata potrebbe quindi avere ripercussioni non solo sul numero e sulla qualità delle coperture ma anche e soprattutto sull'interesse degli investitori nei confronti di tali imprese e, di conseguenza, sul livello dei flussi d'investimento ad esse indirizzati.

### La nostra posizione

In qualità di analisti finanziari, pur non condividendo la decisione di cancellare l'obbligo di pubblicazione delle relazioni trimestrali, auspichiamo fortemente che venga comunque garantito al mercato un "contenuto minimo informativo" accettabile sia attraverso le rendicontazioni periodiche, pur se sintetiche, sia attraverso l'organizzazione regolare di incontri con gli investitori e conference call.

In assenza di *guideline* comuni, visto che a livello europeo i vari Paesi si stanno muovendo in ordine sparso circa le modalità di recepimento della Direttiva 2012/50/UE, come analisti finanziari italiani riteniamo indispensabile che:

- siano garantiti dei livelli minimi d'informativa distinguendo fra società industriali, banche e compagnie assicurative come di seguito specificato;
- le società che optino per un'informativa ristretta forniscano comunque tutti gli elementi necessari ad un confronto temporale dei predetti dati, e quindi adottino dei criteri standard mantenuti nel corso del tempo, nonché pienamente confrontabili con i risultati annuali e semestrali;
- il principio della "*fair disclosure*" e della "parità di trattamento" degli investitori sia rigidamente rispettato nel caso in cui una società comunichi a un numero ristretto di investitori e/o analisti informazioni o dati rilevanti/sensibili.

### Società Industriali

#### Contenuto minimo generico

- **Fatturato**, con suddivisione per "linea di prodotto" (*business line*) e per "area geografica", con raffronto rispetto all'analogo trimestre (periodo) dell'anno precedente;
- **EBITDA** (*Earning Before Interests, Taxes, Depreciations and Amortisations*) o MOL (Margine Operativo Lordo) con dettaglio a livello di linea di prodotto, con raffronto rispetto all'analogo trimestre (periodo) dell'anno precedente;
- **PFN** (Posizione Finanziaria Netta) se possibile con i dettagli della sua composizione (liquidità, debiti finanziari a breve e medio lungo termine)
- **Eventi di rilievo del trimestre**

Per le società che hanno comunicato al mercato una *guidance* annuale sarebbe importante che venga indicata la conferma o l'eventuale revisione di tale *guidance*.

### Contenuto minimo specifico

- **Imprese Industriali.** Si ritiene utile che i dati sul fatturato vengano corredati ed integrati da informazioni circa l'andamento dei volumi e dei prezzi.
- **Imprese di Servizi.** Le informazioni generiche dovrebbero essere integrate con informazioni peculiari del settore di riferimento (KPIs), es. imprese di telecomunicazioni: dati ARPU – *average revenue per unit* – e CHURN rate – misura % di fedeltà dei clienti.
- **Imprese operanti su commessa.** Per le società che lavorano su commessa o con portafoglio ordini riteniamo importante ricevere informazioni sul livello del *backlog* oltre alla raccolta ordini del periodo.

### Banche

- Margine d'interesse
- Commissioni nette
- Margine d'intermediazione
- Risultato della gestione operativa
- Common Equity ratio
- Buffer di Fully Loaded Common Equity Ratio vs requisiti SREP + SIB
- Livello "Stock" partite incagliate e crediti di dubbia esigibilità
- Riserve e fondi accantonati

### Contenuto minimo specifico

Per quanto attiene i crediti è essenziale poter disporre anche delle rettifiche sui crediti in quanto sono un fattore decisivo nella formazione del risultato economico.

Inoltre sarebbe preferibile poter disporre dei *capital ratios phased-in e fully loaded* con tutte le singole componenti che contribuiscono alla loro formazione.

### Assicurazioni

- Premi emessi complessivi
- Premi vita
- Premi danni
- Risultato operativo
- Risultato operativo vita
- Risultato operativo danni
- Investimenti complessivi
- Asset under management
- Patrimonio netto
- Solvency 1 ratio
- Solvency 2 ratio

### Contenuto minimo specifico

Per quanto attiene le compagnie di assicurazione è essenziale poter disporre di almeno queste tre informazioni:

- riscatti vita
- sinistri pagati danni
- variazione riserva sinistri danni

### Conclusioni

AIAF ritiene che il suo contributo sia in linea con le considerazioni preliminari di CONSOB, in particolare laddove si segnala la necessità di fornire un’informativa “tempestiva” ed “affidabile” sull’andamento aziendale a tutela degli investitori e di tutti gli Stakeholders aziendali.

La mancanza di linee guide sui risultati trimestrali sta producendo già i primi prevedibili effetti con un’ampia difformità di comportamenti da parte degli emittenti anche appartenenti al medesimo settore di riferimento: le prime evidenze ci stanno mostrando che alcune società, almeno per il momento, hanno preferito mantenere gli standard precedenti di informativa, altre invece hanno optato per la sola comunicazione dei dati sui ricavi (pur se con alcuni dettagli per aree d’affari e per aree geografiche) altre ancora hanno deciso di fornire anche informazioni sui margini altre, infine, hanno optato per la non diffusione di alcuna comunicazione trimestrale.

Da tale situazione di assenza di precise *guideline* le più penalizzate potrebbero essere, ancora una volta, le Piccole e Medie Imprese quotate (Small & Mid Caps) le quali, fra l’altro, sono anche quelle in genere meno seguite da parte degli analisti finanziari e quindi caratterizzate di per sé già da un più basso livello di informativa a disposizione degli investitori (istituzionali e retail). Una minore informativa periodica rischierebbe di ridurre ancor più l’attenzione nei loro confronti da parte degli analisti e degli investitori.

La cancellazione delle relazioni trimestrali se da un lato potrebbe portare a dei benefici economici (peraltro di entità non rilevante, sulla base delle stime della CE riportate nel documento CONSOB) per le imprese, da un altro non dovrebbe penalizzare un’adeguata informativa al mercato se non si vuole correre il rischio di allontanare da esse investitori ed analisti. Per tale ragione AIAF auspica che le sue richieste in tema di contenuto minimo informativo vengano prese in debita considerazione sia da parte di CONSOB sia da parte delle società emittenti stesse.

AIAF ritiene che non dovrebbe esistere una quotazione fine a sé stessa, ossia senza una sufficiente informativa al mercato, senza incontri regolari con gli investitori e senza un livello adeguato di liquidità dei titoli sottostanti. Un’informativa parziale ed opaca non solo potrebbe allontanare investitori e analisti da queste società ma, ancor peggio, potrebbe scoraggiare lo sviluppo di fondi specializzati nelle PMI nazionali con il rischio di marginalizzare ancor più tale categoria di titoli e l’intero mercato azionario italiano.

In una fase di progressiva disintermediazione dal sistema bancario il Regolatore e le Autorità competenti dovrebbero creare un contesto favorevole allo sviluppo delle mercato azionario favorendo la quotazione delle PMI italiane più dinamiche e con validi progetti di espansione

sostenendone lo sviluppo anche attraverso fondi di investimento ad esse dedicati. Tutto ciò è però possibile solo in presenza di un adeguato livello di informativa e di un dialogo costante con gli attori della comunità finanziaria.

Milano, 23 maggio 2016