

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

Milano, 30 maggio 2016

**Re: Documento di consultazione sulle modifiche alla disciplina delle relazioni finanziarie periodiche**

**CFA Society Italy**<sup>1</sup> (CFASI), l'associazione italiana che raggruppa i professionisti della finanza affiliata a **CFA Institute**<sup>2</sup>, apprezza l'opportunità di rispondere alla Consultazione CONSOB.

CFA Society Italy e CFA Institute condividono l'idea di incoraggiare i più elevati standard etici e professionali nella comunità finanziaria internazionale attraverso il Programma CFA®, il Programma CIPM® ed il Programma Claritas®.

Per raggiungere questi obiettivi, sia CFA Society Italy sia CFA Institute prendono frequentemente posizioni sulle principali tematiche riguardanti i mercati dei capitali e si impegnano nella formalizzazione e determinazione delle decisioni di *public policy* al fine di promuovere pratiche di mercato e comportamenti equi, trasparenti ed etici.

L'obiettivo è di creare un contesto nel quale gli interessi degli investitori sono messi al primo posto, i mercati finanziari funzionano nel miglior modo possibile e le economie prosperano. Per maggiori informazioni, potete consultare la sezione "**Market Integrity & Advocacy**" del nostro sito, [www.cfasocietyitaly.it/advocacy\\_meaning.aspx](http://www.cfasocietyitaly.it/advocacy_meaning.aspx) e [www.cfainstitute.org/ethics/integrity/Pages/index.aspx](http://www.cfainstitute.org/ethics/integrity/Pages/index.aspx).

Non esitate a contattarci nel caso desideriate degli approfondimenti sulle argomentazioni espresse.

Distinti saluti,

Martino Panighel, CFA  
Advocacy Chair  
CFA Society Italy  
[martino.panighel@cfasi.it](mailto:martino.panighel@cfasi.it)

Matteo Cassiani, CFA  
Presidente  
CFA Society Italy  
[matteo.cassiani@cfasi.it](mailto:matteo.cassiani@cfasi.it)

---

<sup>1</sup> CFA Society Italy (CFASI), fondata nel 1999, è un'associazione senza scopo di lucro che raggruppa i professionisti che operano nel campo finanziario e che hanno scelto di condividere rigorosi standard di integrità, formazione ed eccellenza professionale. Tutti gli oltre 400 soci aderiscono al **Code of Ethics and Standards of Professional Conduct**, il codice di deontologia professionale promosso da CFA Institute. La maggior parte ha conseguito la qualifica di *Chartered Financial Analyst*, certificazione riconosciuta a livello internazionale quale *gold standard* di eccellenza professionale. Per ulteriori informazioni si veda il sito [www.cfasocietyitaly.it](http://www.cfasocietyitaly.it)

<sup>2</sup> CFA Institute è un'associazione professionale senza scopo di lucro che conta ad oggi oltre 135.000 soci tra *investment analysts*, *portfolio managers*, *investment advisors* e altri professionisti del settore finanziario presenti in oltre 150 Paesi. Nell'Unione Europea è presente con 21 associazioni nazionali ed oltre 17.000 soci. L'associazione promuove programmi di aggiornamento professionale e pubblicazioni quali il **Financial Analyst Journal**, sviluppa standard di condotta e codici di autodisciplina come il **CFA Institute Code of Ethics and Standards of Professional Conduct**, i **Global Investment Performance Standards (GIPS®)** e l'**Asset Manager Code of Professional Conduct (AMC)**. Per ulteriori informazioni si veda il sito [www.cfainstitute.org](http://www.cfainstitute.org)

### La consultazione

Poiché la legge prevede che “*Prima dell’eventuale introduzione degli obblighi* [di pubblicazione di informazioni periodiche aggiuntive rispetto alla semestrale e al bilancio annuale], *la Consob rende pubblica l’analisi di impatto*”, è avviata una consultazione preliminare, volta ad acquisire elementi utili per verificare la sussistenza delle condizioni imposte dal legislatore ai fini dell’esercizio della delega e, pertanto, propedeutica all’effettuazione di una compiuta analisi di impatto.

Nell’ambito della consultazione, **si richiede**:

[...] ai **piccoli investitori**, alle **associazioni di consumatori**, agli **investitori istituzionali**, ai **consulenti**, 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.).

### La risposta di CFA Society Italy

Il tema della trasparenza, puntualità e correttezza delle informazioni a disposizione degli investitori è da sempre importante per CFA Society Italy. Nel caso in esame, e con le precisazioni meglio discusse in seguito, **il Financial Reporting Policy Group di CFA Institute supporta la pubblicazione di relazioni trimestrali**, raccomandando che queste contengano lo stesso livello di informazione delle relazioni annuali.

In aggiunta, CFA Society Italy e CFA Institute sostengono il principio di massima armonizzazione delle regole, ed a maggior ragione tra gli Stati membri dell’Unione Europea. Sondaggi compiuti tra i *charterholder* europei indicano come la maggioranza di essi vorrebbero sforzi più concreti nell’implementazione pratica delle nuove regole sui servizi finanziari all’interno dell’Unione Europea. Molti di loro hanno, infatti, fatto notare che le iniziative introdotte dalla crisi del 2008 sono state necessarie e sicuramente positive, ma la loro applicazione non è stata omogenea e coerente da parte dei vari Stati membri, e sarebbe inverosimile una maggiore armonizzazione.

A seguito di questa esigenza, CFA Institute ha deciso di commissionare uno studio per analizzare l’esperienza inglese sul tema in esame: i regolatori UK hanno infatti prima introdotto (2007) e poi eliminato (2014) l’obbligo per le aziende quotate di pubblicare le relazioni trimestrali (anche se la maggioranza delle aziende quotate continua a produrle). Lo studio esaminerà in particolare i cambiamenti nei mercati e nel comportamento degli investitori in questo periodo di analisi<sup>3</sup>.

### Le iniziative intraprese

*Policy regulators* in tutto il mondo stanno lavorando per affrontare la complessità e la trasparenza nella presentazione dei risultati finanziari: una delle principali questioni in ambito finanziario è infatti quella di “semplificare” i requisiti ed i processi contabili richiesti alle aziende, siano esse quotate o non-quotate.

Storicamente, una prima tipologia di interventi ha riguardato le modifiche di specifici principi contabili, in particolare si possono ricordare i progetti di convergenza di *US Generally Accepted Accounting Principles*

---

<sup>3</sup> Saremo lieti di condividere i risultati dello studio con Consob, su richiesta, appena saranno resi disponibili.

(US GAAP) e *International Financial Reporting Standards* (IFRS) su aspetti quali *leasing* operativi e classificazione degli strumenti finanziari.

Un secondo aspetto ha riguardato in maniera più generica la riforma della contabilità aziendale, al fine di assicurare che i rendiconti finanziari rendano più evidente la creazione di valore nel lungo periodo da parte delle aziende. Parte del dibattito nasce dall'osservazione che i bilanci aziendali non sempre riflettono accuratamente gli *assets* immateriali, che sono invece un elemento significativo nell'equazione di creazione del valore. Altro punto riguarda la divulgazione di informazioni "*non finanziarie*" (come ad esempio quelle relative a *environmental, social and corporate governance* - ESG), un elemento che sta diventando sempre più importante per molti analisti ed investitori.

Infine, un terzo filone di interventi ha riguardato l'introduzione di requisiti differenziali o "in forma ridotta" per i bilanci delle aziende non quotate, e la successiva eventuale estensione di questi requisiti alternativi alle aziende quotate (o, più precisamente, a loro sotto-gruppi). Questi sforzi, che si riferiscono nello specifico al tema di questa consultazione, sono principalmente orientati a ridurre gli oneri ed i costi di *compliance* regolamentare.

**CFA Institute concorda con l'orientamento della Commissione Europea di evitare "double reporting standards"**: in linea di principio non supportiamo la creazione di standard contabili separati per entità differenti, siano essi basati sulle dimensioni dell'azienda, sulla sua struttura legale o sul suo domicilio.

La pubblicazione di relazioni finanziarie separate riduce infatti la possibilità di poter confrontare i dati tra aziende piccole, medie e grandi, o domiciliate in giurisdizioni diverse, che è invece un fattore essenziale per chi investe su un ampio spettro di paesi e settori. **La creazione di principi differenziati ostacolerebbe pertanto l'analisi finanziaria ed il corretto processo di investimento.**

Ancora più importante, la creazione di una "contabilità speciale" per le PMI potrebbe essere vista dagli investitori come di qualità inferiore, con minor divulgazione delle informazioni essenziali, che potrebbe certamente portare ad una riduzione degli oneri regolatori ma anche ad un maggior costo del capitale per le PMI per compensare per questo rischio di minore trasparenza.

### **Cosa vogliono gli investitori?**

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*. 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.

Lo studio allegato ("**Addressing financial reporting complexity**") è frutto di un sondaggio tra i membri di CFA Institute condotto nel mese di maggio 2014, nel quale è stata chiesta l'opinione degli investitori sull'impatto che le proposte sui cambiamenti nei requisiti di contabilità (sia per le aziende quotate che per quelle non quotate) potrebbero avere sulla loro decisioni di investimento. I risultati sono inequivocabili: 82% dei rispondenti ritiene che l'introduzione di standard contabili differenziati ridurrà la comparabilità dei risultati, 73% che aumenterà la complessità, e 65% che risulterà in una perdita di informazioni importanti.

Il modo nel quale sono preparate e presentate le relazioni finanziarie sono infatti la lente attraverso la quale gli investitori percepiscono ed interpretano le attività di un'azienda ed i suoi risultati. Per questo motivo, CFA Institute ha anche intrapreso un articolato progetto per sviluppare un modello esauriente per la presentazione dei risultati: iniziato già nel 2002 ed aggiornato periodicamente, ha l'obiettivo di raccogliere e catalogare le opinioni dei membri globali di CFA Institute sulle relazioni finanziarie e sulle informazioni richieste dagli investitori. Il modello scelto avrà successo o fallirà a seconda della sua capacità di comunicare questi risultati in maniera chiara, trasparente e completa.

### **Raccomandazioni per eliminare il focus sul breve termine**

Per quello che riguarda il rischio, identificato anche nell'analisi della Commissione Europea, che *“l'obbligo di pubblicazione delle relazioni trimestrali, [...] incoraggerebbe le imprese (e gli investitori) ad orientarsi verso le performance aziendali a breve termine a discapito di strategie di investimento di lungo periodo”*, fin dai primi anni 2000 il **CFA Centre for Financial Market Integrity** ha affrontato il problema del cosiddetto *short-termism* in una serie di simposi e tavole rotonde (si veda ad esempio l'allegato: ***“Breaking the Short-Term Cycle - Discussion and recommendations on how corporate leaders, asset managers, investors, and analysts can refocus on long-term value”***).

Le intuizioni dei vari partecipanti hanno confermato quello che le ricerche accademiche suggeriscono: l'ossessione sui risultati di breve periodo porta alle conseguenze non volute di distruggere valore nel lungo periodo, diminuire l'efficienza dei mercati, ridurre i rendimenti degli investimenti e rallentare gli sforzi di rafforzare la *corporate governance*.

Va tuttavia fatto notare come **la pubblicazione o meno di relazioni trimestrali sia un falso problema se altri aspetti riguardanti la diffusione delle informazioni non sono affrontati**. L'eliminazione delle relazioni trimestrali per favorire un maggior focus degli investitori sul lungo periodo rischia di distogliere l'attenzione da fattori ben più importanti. Come ha fatto notare Sandra Peters, *Head of Global Financial Reporting Policy* a CFA Institute, in un recente articolo del Financial Times<sup>4</sup>:

*“Attempts to eliminate quarterly reporting - as has recently been accomplished in the UK - are a distraction to the more important issues Mr Fink describes in his letter. **Moving from 90- to 180-day reporting cycles is not going to advance long-termism in any meaningful regard.** More important, as Mr Fink rightly points out, are companies' public disclosures of long-term strategic objectives and periodic reporting on progress toward those objectives. **This is a more effective means of communicating value creation to investors.**”*

Considerazioni simili sono state avanzate da Robert Pozen e Mark Roe<sup>5</sup>: non è chiaro se passare da rendiconti trimestrali a semestrali spingerà effettivamente il management delle aziende a prendere decisioni di più lungo respiro, ed allo stesso modo questo non allieverà certo la tendenza al cosiddetto *earnings smoothing*. Infine, con la divulgazione dei dati finanziari ad intervalli di sei mesi il gap tra informazioni pubbliche e private si allargherà, facendo aumentare la tentazione per operazioni di *insider trading* ed a tutto svantaggio degli investitori individuali che hanno minor accesso al management delle aziende rispetto agli investitori istituzionali.

È opinione di CFA Institute che focalizzarsi sulla tempistica delle relazioni finanziarie sia una sorta di “falso bersaglio” che non risolverà il problema di *short-termism*. Le raccomandazioni di CFA Institute per manager, gestori, investitori, analisti e *policy regulators* sono pertanto:

1. **Riformare le pratiche di *earnings guidance***: tutti gli attori coinvolti dovrebbero riconsiderare i benefici e le conseguenze di fornire dettagliate previsioni sugli utili trimestrali. Si auspica addirittura di eliminare la tradizione di fornire tali previsioni.
2. **Sviluppare incentivi che incoraggino a pensare al lungo termine**: questo vale sia per le aziende, sia per gli analisti ed i gestori. In particolare, la retribuzione ed i bonus di tutte le parti coinvolte dovrebbero essere strutturate in modo da allineare la performance di lungo periodo con gli interessi dei clienti finali.
3. **Migliorare la comunicazione e la trasparenza**: comunicazioni più frequenti, ma soprattutto più significative, sulla strategia aziendale di lungo termine favorirebbero una minore dipendenza da *earnings guidance*. Questo può essere ottenuto, ad esempio, spingendo le aziende a divulgare maggiori

<sup>4</sup> “Investors too need to be more rigorous”, Financial Times, 10 febbraio 2016. L'articolo è disponibile al seguente link: [www.ft.com/intl/cms/s/0/bde4e2ec-cc07-11e5-be0b-b7ece4e953a0.html#axzz4950pDnLs](http://www.ft.com/intl/cms/s/0/bde4e2ec-cc07-11e5-be0b-b7ece4e953a0.html#axzz4950pDnLs)

<sup>5</sup> “Those Short-Sighted Attacks on Quarterly Earnings”, Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation, 8 ottobre 2015. L'articolo è disponibile al seguente link: <https://corpgov.law.harvard.edu/2015/10/08/those-short-sighted-attacks-on-quarterly-earnings/>

informazioni sulle metriche che determinano il successo nel loro settore di appartenenza (utilizzando un linguaggio semplice e diretto invece che quello dominato da termini contabili e legali), piuttosto che semplicemente l'andamento di ricavi e utili.

### **Indicazioni sul contenuto minimo ritenuto necessario per formulare scelte di investimento consapevoli**

Per migliorare la qualità della comunicazione tra aziende ed investitori, i suggerimenti di CFA Institute per le relazioni trimestrali/semestrali includono:

- 1) **Il ruolo dei rendiconti finanziari è di fornire le informazioni necessarie non solo agli azionisti, ma anche ai creditori ed agli altri fornitori di capitale di rischio.** Tutti questi attori necessitano di informazioni tempestive, rilevanti, complete e coerenti nel tempo affinché possano essere in grado di valutare il rischio e potenziale rendimento dei titoli nei quali sono investiti.
- 2) **Le informazioni fornite devono superare una soglia minima di significatività.** I rendiconti finanziari sono infatti preparati per tutti coloro che al di fuori dell'azienda necessitano delle informazioni e basano le proprie decisioni su di esse. Di conseguenza, la tipologia di informazioni fornite deve essere basata sugli elementi che influenzano le decisioni degli investitori: la soglia minima deve essere sia qualitativa che quantitativa. Ad esempio, il dettaglio dell'informazione qualitativa aiuta l'individuazione di eventuali "manipolazioni" dei risultati compiuta dal management. Anche un livello minimo di "manipolazione" compiuta dal management deve essere considerato della massima importanza per gli investitori, che hanno bisogno di determinare l'integrità di chi gestisce le attività nelle quali hanno investito.
- 3) **Terminare le previsioni sugli utili del trimestre seguente:** come già detto, questa pratica favorisce il focus sul breve termine a discapito di quello che determina il reale valore aggiunto nel lungo termine. I costi e le conseguenze negative di tale pratica sono significativi ed includono: a) gli sforzi (poco produttivi) da parte del management di preparare queste previsioni; b) trascurare la crescita del business nel lungo termine per raggiungere queste aspettative di breve; c) una cultura finanziaria caratterizzata da reazioni spropositate da parte di attori interni ed esterni a sorprese negli utili effettivi; e, d) un incentivo a "manipolare" o comunque presentare utili che rispecchiano quanto previsto.
- 4) **Includere una rappresentazione del conto economico (*income statement*).** Anche se in genere le informazioni necessarie a riconciliare il testo del comunicato ed i dati finanziari (GAAP/IFRS) sono contenute nei comunicati stessi, spesso è complicato trovare i dati rilevanti. Le tabelle presentate dovrebbero fornire sufficienti informazioni, linea per linea, affinché un investitore possa seguire i calcoli che portano dai ricavi agli utili netti ed ai flussi di cassa generati.
- 5) **Includere il rendiconto finanziario (*cash flow statement*) e lo stato patrimoniale (*balance sheet*).** In aggiunta, è importante favorire una più estesa discussione di tutte quelle voci che sono maggiormente significative per l'attività in esame. Le informazioni contenute nel rendiconto finanziario e nello stato patrimoniale devono essere facilmente riconciliabili con quanto riportato nel conto economico: ad esempio, una variazione delle spese per interessi passivi nel conto economico non può essere correttamente interpretata senza la corrispondente informazione nello stato patrimoniale sul livello del debito finanziario.
- 6) **Minimizzare la presenza di informazioni non previste dai principi contabili (non-GAAP/non-IFRS),** ed in ogni caso fornire informazioni su come sono state calcolate e come riconciliarle con le metriche previste dai principi contabili. Aggregare informazioni con differenti attributi economici, differenti basi di misurazione o afferenti operazioni differenti porta ad una sostanziale perdita di significato delle informazioni fornite.

Allegati:

- "Addressing financial reporting complexity", CFA Institute, 2015
- "Breaking the short-term cycle", CFA Institute, 2006