

Focus Team Capital Markets

30 Marzo 2020

Focus Team Capital Markets

**Focus Team leader**
Debt Capital MarketsMassimiliano Danusso
massimiliano.danusso@belex.com

Tel. +44-20-76536888

Focus Team leader
Equity Capital MarketsVittoria Giustiniani
vittoria.giustiniani@belex.com

Tel. +39-02-771131

**Autori**Federica Munno
federica.munno@belex.com
Tel. +39-02-771131Riccardo Salerno
riccardo.salerno@belex.com
Tel. +39-06-84551**ESMA: tolleranza per emittenti che pubblicano relazioni finanziarie oltre i termini di legge (europea)**

Considerata l'emergenza da Covid-19, gli emittenti potranno (a certe condizioni) ritardare la pubblicazione di bilanci e relazioni intermedie

Politica dei dividendi: spunti di riflessione su possibili scelte per assecondare esigenze di flessibilità

1. Premessa

Individuare soluzioni ottimali per conciliare, da una parte, lo stato di emergenza ormai acclarato e di rilevanza globale, e, dall'altra parte, gli obblighi di *disclosure* periodica e continuativa degli emittenti e, più in generale, le norme di corretto funzionamento delle società: è questa la sfida che negli ultimi tempi sta accomunando a vario titolo operatori di mercato, “*addetti ai lavori*” (consulenti legali e notai *in primis*) e istituzioni, diffusamente impegnati nella ricerca di misure e chiavi interpretative di compromesso, anche innovative, che consentano ragionevolmente e nei limiti del possibile di preservare i valori di trasparenza e *fair play* di mercato in un contesto sempre più profondamente segnato dall'emergenza globale legata alla diffusione della pandemia da Covid-19.

E così, dopo il faticoso lavoro di raccordo relativo alle tempistiche e modalità di celebrazione delle rituali assemblee di bilancio (si veda al riguardo il nostro precedente approfondimento, disponibile a questo [link](#)), l'attenzione si sposta su altre tematiche strettamente correlate a quanto precede, vale a dire la tempistica di messa a disposizione della documentazione finanziaria e la proposta di destinazione di eventuali utili maturati nell'esercizio trascorso.

2. Pubblicazione delle relazioni finanziarie oltre i termini di legge. A quali condizioni è possibile?

Con riferimento al primo di tali aspetti, si registra il contributo dell'ESMA, l'autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati, che, dopo avere recentemente fornito alcune linee guida in materia contabile (sulla scia delle raccomandazioni emanate dal Comitato europeo per il coordinamento della vigilanza dei revisori legali - CEAOB), lo scorso 27 marzo ha pubblicato un interessantissimo *public statement* in materia di pubblicazione delle relazioni finanziarie di periodo da parte degli emittenti titoli azionari e di debito.

Con specifico riferimento ai termini di pubblicazione previsti dalla Direttiva *Transparency* (2004/109/CE, come modificata) - vale a dire 4 mesi dalla chiusura dell'esercizio per le relazioni annuali e 3 mesi dalla chiusura del primo semestre d'esercizio per le relazioni semestrali - il regolatore europeo ha da ultimo invitato le Autorità nazionali a manifestare tolleranza verso gli emittenti che non siano in grado di rispettare le suddette scadenze, avuto riguardo alle oggettive difficoltà che in questo momento accomunano società e revisori, anche alla luce delle misure restrittive senza precedenti imposte dai governi degli stati membri.

Fermo l'invito, rivolto alle società quotate, a compiere ogni sforzo per rispettare i termini di pubblicazione di derivazione comunitaria e ferme restando in ogni caso eventuali ulteriori scadenze previste a livello nazionale che non discendano dal recepimento della Direttiva (pensiamo, ad esempio, alle più stringenti scadenze previste per gli emittenti STAR), l'ESMA raccomanda:

- (i) alle Autorità nazionali, di non considerare come prioritario l'esercizio dei propri poteri di vigilanza (inclusi quelli sanzionatori) nei confronti degli emittenti ritardatari, adottando in ogni caso un approccio basato sulla valutazione del rischio effettivo; e
- (ii) agli emittenti che non siano ragionevolmente in grado di rispettare i termini di pubblicazione, di informare tempestivamente il mercato e le stesse Autorità nazionali in merito alle motivazioni alla base del ritardo e, per quanto possibile, di fornire una stima in merito alla effettiva data di pubblicazione.

Lo *statement* si conclude con il consueto invito, più che mai valido in questo periodo, a coltivare l'informazione su base continuativa e la divulgazione di informazioni privilegiate ai sensi del Regolamento MAR (n. 596/2014), coerentemente con le raccomandazioni pubblicate lo scorso 11 marzo (oggetto del nostro precedente approfondimento, di cui a questo [link](#)).

3. **Aspettative del mercato vs. esigenze di liquidità e incertezza sulle prospettive di medio-lungo periodo. Cosa proporre agli azionisti?**

Se l'intervento dell'ESMA può essere salutato come una rilevante apertura con riferimento alla pubblicazione di bilanci e relazioni semestrali, gli emittenti italiani sono altresì alle prese con il separato ma non meno rilevante aspetto legato alla distribuzione del dividendo, che presta il fianco a fisiologici interrogativi in merito all'*an*, al *quantum* e soprattutto alla tempistica con cui la decisione in merito all'effettiva proposta possa essere assunta dall'organo amministrativo e resa nota al mercato.

Giunte all'appuntamento annuale dell'approvazione del progetto di bilancio e della connessa formulazione della proposta di destinazione dell'utile, le società quotate si trovano infatti in questo momento a dover contemperare due elementi: da una parte, le aspettative del mercato di ricevere un dividendo (spesso sostenute anche da risultati positivi relativamente all'esercizio 2019, già intravisti nelle precedenti relazioni finanziarie periodiche) e, dall'altra parte, la straordinaria congiuntura che impone prudenza nell'utilizzo della cassa, in un'ottica di tutela nel medio-lungo termine della solidità patrimoniale dell'emittente e del gruppo di appartenenza.

Da qui l'esigenza, comune a diversi emittenti, di ritardare quanto più possibile la deliberazione in merito alla proposta di dividendo, nella consapevolezza che il quadro normativo impone comunque il rispetto del termine quadrimestrale dalla chiusura dell'esercizio e che, pertanto, tale proposta dovrebbe essere inclusa nella nota integrativa al bilancio e pubblicata, per le società il cui esercizio termina il 31 dicembre, entro il prossimo 30 aprile. E se è vero che le stesse motivazioni che hanno indotto l'ESMA, come prima illustrato, a "tollerare" possibili ritardi nella pubblicazione dei bilanci assumono rilevanza anche con riguardo alla possibilità di posticipare la decisione sul dividendo, è altrettanto vero che, in difetto di un'analogia liberatoria a livello normativo o istituzionale, gli emittenti ritardatari potrebbero essere esposti a censure non solo a livello regolamentare ma anche societario e di responsabilità del *management*.

Fermo quanto precede, riteniamo vi siano margini per esplorare e approfondire alcune soluzioni tecniche che, nel rispetto dei termini di legge sopra richiamati, potrebbero ugualmente assecondare l'istanza di approccio '*wait and see*', bilanciando le esigenze in gioco:

- (a) Dividendo "rateizzato", vale a dire con pagamento dilazionato nel tempo rispetto all'ordinaria finestra prevista dal calendario di Borsa.

- (b) Dividendo “condizionato”, vale a dire con pagamento, oltre che differito nel tempo, anche condizionato al raggiungimento di determinati risultati da parte dell'emittente.
- (c) Dividendo “straordinario”, vale a dire presentazione di una proposta di dividendo di importo più basso rispetto alle aspettative del mercato, mitigata dalla “promessa” dell'emittente di valutare, ricorrendone i presupposti, una distribuzione straordinaria in corso di esercizio, ad esempio a titolo di distribuzione di riserve o di acconto sul dividendo 2020 (quest'ultima solo ove lo statuto lo consenta).
- (d) Scrip Dividend, vale a dire attingendo dalla eventuale disponibilità di azioni proprie in portafoglio, limitando in questo modo l'utilizzo della propria cassa, eventualmente anche adottando le soluzioni da a) a c) che precedono.

Resta inteso che ciascuna delle predette ipotesi, frutto di riflessioni di cui sono stati investiti in questi ultimi giorni i professionisti del nostro Studio, per essere implementata necessiterebbe sia di un'attenta valutazione caso per caso della fattibilità sul piano giuridico e regolamentare e del novero degli adempimenti connessi anche verso il mercato, sia del supporto tecnico di Borsa Italiana e delle altre professionalità, per gli aspetti di competenza, con cui il nostro Studio è in rapporto di costante interlocuzione.



Focus Team Capital Markets

Il Focus Team è una costellazione di competenze in diversi ambiti di attività con focus sul *capital markets*.

Massimiliano Danusso

Bancario e Finanziario

Antonio La Porta

Bancario e Finanziario

Barbara Napolitano

Societario

Silvia Romanelli

Societario

Gianfranco Veneziano

Societario

Federico Vezzani

Regolamentare

Francesca Marchetti

Bancario e Finanziario

Ettore Frustaci

Bancario e Finanziario

Ilaria Parrilla

Bancario e Finanziario

Vittoria Giustiniani

Societario

Carlo Montagna

Societario

Alessandra Piersimoni

Societario

Alberto Saravalle

Societario

Federico Vermicelli

Societario

Mauro Cusmai

Societario

Elisabetta Bellini

Societario

Federica Munno

Societario

Riccardo Salerno

Societario