



Governance e trasparenza nelle società Small Cap

Un confronto tra MTA e AIM

2018

L'approfondimento tematico è stato condotto da Angela Ciavarella e Nadia Linciano (Ufficio Studi Economici, Consob), in collaborazione con Anna Lambiase (Osservatorio AIM, centro di ricerca e analisi sulle PMI quotate di IR Top Consulting).

Si ringraziano Computershare (nella persona di Angela Contessotto) e SPAFID Connect (nella persona di Marco Jwad) per la loro collaborazione nell'estrazione dei dati. Si ringrazia Francesco Lais per il supporto nella raccolta dei dati relativi alle società quotate sull'MTA.

Le opinioni espresse nel presente documento sono attribuibili esclusivamente agli autori e non rappresentano posizioni ufficiali della Consob, né impegnano in alcun modo la responsabilità dell'Istituto.

La copia, la distribuzione e la riproduzione del presente documento, in tutto o in parte, è soggetta a preventiva autorizzazione scritta da parte della Consob.

Segreteria di redazione: Eugenia Della Libera, Elena Frasca

Per eventuali informazioni e chiarimenti
scrivere a: studi_analisi@consob.it.

2018

1. Governance
2. Trasparenza
3. Governance e trasparenza secondo investitori istituzionali e società AIM
4. Appendice

Abstract

Sample	<p>This study compares the firms negotiated on the Alternative Investment Market (AIM) with medium and small Italian firms listed on the MTA with regard to some aspects of governance and transparency. The comparison involves 103 AIM companies (at June 2018), 72 firms belonging to the Star segment (Star companies) and 88 firms either included in the Ftse Italian Small Cap Index or not included in any index (Small Cap companies) at the end of 2017.</p> <p>As for governance, firms are compared with respect to the ownership and control structure and the board composition. As for transparency, the analysis concerns the disclosure of financial and non-financial information, price-sensitive information, internal dealing, industrial plans. In addition, data on the use of English in official documents and the degree of coverage by financial analysts are collected.</p> <p>This evidence is complemented by a Survey addressed to both the AIM companies and the portfolio managers of the main institutional investors holding stakes in the firms analyzed.</p>
Governance	<p>Surveyed firms are mostly characterized by a concentrated ownership structure, with Small Cap and AIM companies more frequently controlled by a shareholder owning a stake higher than 50% of the capital. Institutional investors, mainly asset managers, hold relevant stakes in 21% of MTA companies and in 25% of AIM companies. Foreign institutional investors are more frequently found in the MTA, while Italian institutional investors prevail in the AIM.</p> <p>Boards of MTA companies are larger than those in the AIM (on average, nine and six members, respectively), include a higher percentage of independent directors (45% versus 26% in the AIM) and of women (36% versus 22%). These divergences are due to the legislative and regulatory provisions envisaged in the two markets. Finally, 66% of AIM companies have voluntarily introduced the slate voting system (compulsory for firms listed on the MTA) in their bylaws.</p>
Transparency	<p>In the first nine months of 2018, 35% of MTA companies and 44% of AIM companies published price-sensitive statements. In the same period, disclosure of internal dealing has concerned 38% of MTA companies (with 350 statements) and 48% of AIM firms (362 statements).</p> <p>Voluntary disclosure is more frequent among MTA companies, which have voluntarily published an industrial plan covering 2018 in 32% of the cases (22% of AIM firms), and voluntarily disclosed quarterly financial information in more than half of the cases (17% of AIM companies).</p> <p>As for the reporting of non-financial information, during 2018 73% of Star companies and 43% of Small Caps (subject to the provisions set forth by decree 254/2016) have published the non-financial statement, whereas eight AIM companies have published a Sustainability Report.</p> <p>The use of English is more frequent among Star companies, also in the light of the specific provisions included in the Rules of the Markets organized and managed by Borsa Italiana, while Small Cap and AIM companies make a more frequent use of English in their corporate website and in the Investor Relation section.</p> <p>Nine firms out of ten in the Star index are covered by at least one financial analyst: this figure drops to 51% for AIM companies and to 26% for Small Caps.</p>

1. Governance
2. Trasparenza
3. Governance e trasparenza secondo investitori istituzionali e società AIM
4. Appendice

Survey

Both the institutional investors and the companies participating in the Survey agree that the coincidence between ownership and control has a positive effect on the analysis and delivery of performance. On the contrary, the two groups of interviewees disagree about the effects that this coincidence has on the risk control system and transparency.

The average number of board members is considered adequate by most respondents, while the number of independent directors in Small Cap and AIM companies is not regarded as satisfactory. The majority of institutional investors judge women representation inappropriate both in the MTA and in the AIM.

As for transparency, investors express approval on the quality of financial reporting and disclosure of extraordinary and price-sensitive information only for companies in the Star index (which are subject to more stringent provisions). AIM companies regard as reasonable the provisions related to the publication of the financial statement and the half-yearly report as well as the regulation concerning extraordinary and price-sensitive information.

The disclosure of non-financial information is considered sufficient by the majority of respondents.

The voluntary disclosure (disclosure of the industrial plan and of the yearly outlook) is appreciated to be good for Star companies, sufficient for Small Caps and insufficient for AIM firms by the majority of institutional investors.

Finally, institutional investors perceive the gaps between the AIM and the MTA in terms of financial analyst coverage and level of disclosure as a barrier discouraging investments in the AIM firms.

2018

1. Governance
2. Trasparenza
3. Governance e trasparenza secondo investitori istituzionali e società AIM
4. Appendice

Sintesi del lavoro

L'analisi

Il presente documento confronta le società di minori dimensioni con azioni ordinarie quotate sul Mercato telematico azionario di Borsa Italiana (MTA) e le società negoziate sull'Alternative Investment Market (AIM) Italia con riferimento a taluni profili di *governance* e trasparenza.

In particolare, le società quotate sull'MTA includono 72 emittenti appartenenti all'indice Star e 88 emittenti di minori dimensioni appartenenti all'Indice Ftse Italia Small Cap o non inclusi in alcun indice (di seguito Small Cap), operanti in prevalenza nel settore industriale e la cui capitalizzazione rappresenta il 10,5% della capitalizzazione complessiva di mercato a fine 2017. Le società AIM sono 103, per una capitalizzazione complessiva di 7,4 miliardi di euro a metà giugno 2018.

I profili di *governance* analizzati vertono sia sugli assetti proprietari e di controllo delle società (cosiddetta *governance* esterna) sia sulla composizione dell'organo di amministrazione (cosiddetta *governance* interna). I profili di trasparenza hanno ad oggetto l'informativa contabile, l'informativa *price-sensitive* e in materia di *internal dealing*, la comunicazione dei piani industriali, la rendicontazione non finanziaria e la comunicazione in lingua inglese. Un ulteriore confronto riguarda, infine, la copertura da parte degli analisti.

Le evidenze in materia di *governance* e trasparenza di fonte documentale si completano con i risultati di una Survey, realizzata coinvolgendo i portfolio manager di primari investitori istituzionali italiani ed esteri e gli amministratori delegati delle società negoziate su AIM Italia. La Survey è stata svolta attraverso la somministrazione telefonica o per email di questionari con domande prevalentemente chiuse.

Governance

Con riferimento alla *governance* interna, sebbene tutte le società considerate risultino caratterizzate da assetti proprietari fortemente concentrati, le Small Cap dell'MTA e le società AIM Italia sono più frequentemente controllate da un azionista con una partecipazione superiore al 50%. La percentuale di società in cui investitori istituzionali detengono partecipazioni rilevanti oscilla tra il 21% per gli emittenti MTA (in particolare 26 investitori sono presenti in 22 Star e 15 investitori sono presenti in 12 Small Cap) e il 25% per l'AIM (dove 31 investitori istituzionali rilevanti detengono partecipazioni in 26 società). Gli investitori sono in prevalenza *asset managers*, soprattutto stranieri nelle società dell'MTA e italiani nelle società AIM. A fronte delle somiglianze rilevate negli assetti proprietari, la composizione dei consigli di amministrazione mostra maggiori divergenze tra MTA e AIM, riconducibili ai più stringenti vincoli legislativi e regolamentari a cui sono assoggettate le imprese quotate sull'MTA. In particolare, i *boards* delle società MTA sono più numerosi (in media 9 membri *versus* i 6 delle società AIM), presentano una maggiore incidenza di amministratori indipendenti (45% *versus* 26%), mostrano una presenza femminile più elevata (36% *versus* 22%) in società che, tranne due casi, sono tutte *diverse gender* (mentre sono tali solo 59 emittenti AIM). Il 66% delle società AIM ha inserito in statuto in via volontaria il meccanismo del voto di lista, obbligatorio solo per le società dell'MTA.

1. Governance
2. Trasparenza
3. Governance e trasparenza secondo investitori istituzionali e società AIM
4. Appendice

Trasparenza

Per quanto riguarda la *disclosure* delle informazioni societarie, nei primi nove mesi del 2018 la pubblicazione di comunicati *price-sensitive*¹ ha interessato il 35% delle società dell'MTA (per un totale di 243 comunicati) e il 44% degli emittenti AIM (per un totale di 153 comunicati). Nello stesso periodo, il 38% degli emittenti dell'MTA e il 48% delle società AIM hanno pubblicato, rispettivamente, 350 e 362 *internal dealing*. La dichiarazione non finanziaria è stata divulgata dalle società MTA assoggettate ai relativi obblighi di legge (in particolare, 73% delle società Star e 43% delle Small Cap), mentre hanno diffuso un report di sostenibilità 8 emittenti AIM. La *disclosure* volontaria risulta più frequente sull'MTA. Infatti, il 35% delle Star e il 32% delle società Small Cap ha pubblicato un piano industriale contenente previsioni per il 2018 rispetto al 22% degli emittenti AIM, mentre la divulgazione volontaria di informazioni finanziarie periodiche aggiuntive, ossia di comunicati relativi ai dati economico-finanziari del primo o del terzo trimestre, è stata effettuata dal 58% delle Small Cap e dal 17% delle società AIM.

L'uso dell'inglese, infine, è molto più frequente tra le società Star, per effetto delle specifiche richieste di cui al Regolamento dei Mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana, mentre le società Small Cap e quelle AIM utilizzano l'inglese soprattutto nell'ambito del sito corporate e della relativa sezione Investor Relations.

Le società che sono coperte da almeno un analista finanziario sono più frequenti nel gruppo Star, mentre rappresentano il 51% degli emittenti AIM. Di questi, il 62% ha la copertura del Nomad, il 23% dello Specialist, mentre il 15% solo di broker diversi dal Nomad/Specialist.

La Survey

Le risultanze della Survey offrono indicazioni sulle opinioni di investitori istituzionali e società dell'AIM sulle tematiche di *governance* e trasparenza oggetto dell'analisi documentale. Relativamente agli aspetti di *governance*, investitori e aziende esprimono un giudizio positivo sugli effetti della coincidenza proprietà/gestione su analisi e *delivery* delle performance, vale a dire sul conseguimento degli obiettivi pianificati dal management. Investitori e aziende non concordano, invece, sull'impatto che la coincidenza proprietà/gestione genera sul controllo dei rischi e sulla trasparenza: a giudizio degli investitori ciò è causa di inefficienza, mentre per le società genera efficienza.

Con riferimento alla composizione del consiglio di amministrazione, il numero medio dei consiglieri viene considerato adeguato sia per le società MTA sia per quelle AIM. Viceversa, il numero degli amministratori indipendenti non viene ritenuto appropriato sia per le Small Cap MTA sia per AIM. Riguardo l'adozione del voto di lista, appare adeguato a giudizio degli investitori il numero di società AIM che lo hanno inserito volontariamente in statuto. Tra i fattori che impattano sulla qualità del *board*, la maggioranza degli investitori e delle società ha indicato l'esperienza di settore e l'esperienza come membro del CDA di una quotata, oltre che le capacità di *investor relations*. In relazione alla diversità di genere, la maggioranza degli investitori intervistati ritiene inadeguata la rappresentanza delle donne nei CDA di tutti e tre i segmenti presi in esame.

¹ L'analisi ha per oggetto i comunicati pubblicati dai Sistemi di Diffusione delle Informazioni Regolamentate (SDIR) nel periodo 01-01-2018/30-09-2018 appartenenti alla categoria 2.2 (Informazioni privilegiate, tutte le informazioni comunicate ai sensi dell'articolo 6 della direttiva 2003/6/CE).

2018

1. Governance
2. Trasparenza
3. Governance e trasparenza secondo investitori istituzionali e società AIM
4. Appendice

Relativamente alla trasparenza, il giudizio degli investitori in merito alla qualità dell'informativa contabile, straordinaria e sui fatti rilevanti risulta positivo per le società Star, anche alla luce degli obblighi più stringenti, mentre è ritenuto sufficiente sia per le Small Cap MTA sia per gli emittenti AIM. Questi ultimi ritengono congruo l'impegno necessario a redigere il documento di bilancio e la relazione semestrale, nonché ad adempiere alla normativa di Borsa Italiana relativa all'informativa straordinaria e agli obblighi previsti dalla MAR sull'informativa *price-sensitive*. A giudizio sia degli investitori sia delle società AIM, le informazioni maggiormente rilevanti sono quelle relative al cambio dei *key manager*, alla sottoscrizione di accordi e *joint venture* e alla stipula di contratti e commesse.

In relazione alle tematiche ESG, investitori e società AIM concordano nel giudicare l'informativa complessivamente sufficiente: la qualità percepita dagli investitori è più elevata per le società quotate sul mercato regolamentato, anche in relazione agli obblighi previsti dalla normativa (d.lgs. 254/2016). Relativamente alla *voluntary disclosure*, la qualità della comunicazione del piano industriale e dell'*outlook* dell'esercizio in corso è ritenuta buona per le Star, sufficiente per le Small Cap e insufficiente per le AIM. Al contempo, gli investitori indicano la presentazione di piani industriali, unitamente al mantenimento di un profilo di trasparenza costante sullo sviluppo del business nel corso dell'esercizio, tra i principali elementi in grado di rafforzare l'*investor confidence* verso le società di minore capitalizzazione.

Secondo gli investitori, infine, la limitata *coverage* da parte degli analisti e il gap informativo rispetto alla *disclosure* resa dalle società quotate sul mercato regolamentato rappresentano i principali fattori di disincentivo all'investimento negli emittenti negoziati sull'AIM.

1. Governance

2. Trasparenza

3. Governance e trasparenza secondo investitori istituzionali e società AIM

4. Appendice

Governance

Concentrazione proprietaria

Le società di minori dimensioni quotate sull'MTA e le società negoziate sull'AIM sono in prevalenza caratterizzate da assetti proprietari fortemente concentrati: il 63% delle Small Cap è controllato da un azionista che detiene una quota superiore al 50% del capitale; per le società Star la percentuale si riduce al 50%. I dati complessivi del mercato AIM sono influenzati dalla elevata presenza di SPAC; al netto delle SPAC, la percentuale di imprese nelle quali il primo azionista detiene una quota maggiore del 50% è pari al 63%, in linea con le Small Cap MTA (incluso le SPAC, il dato scende al 55%). Le società Star si caratterizzano per un flottante medio più elevato delle altre (42% a fronte del 33% per le Small Cap e del 34% per le società AIM, escluse le SPAC; Fig. 1.1).

Partecipazioni rilevanti degli investitori istituzionali

Gli investitori istituzionali sono azionisti rilevanti in 34 società di minori dimensioni quotate sull'MTA: si tratta di 22 società appartenenti allo Star (che rappresentano il 30,6% del totale delle società nell'indice) e di 12 società Small Cap (pari al 13,6% del totale). Le società dell'AIM Italia dove è presente almeno un investitore istituzionale rilevante sono 26 e rappresentano il 25,2% del totale. La quota media detenuta è pari al 7,8% del capitale su MTA e all'8,3% del capitale su AIM.

Suddividendo gli investitori in base alla nazionalità, i dati relativi all'MTA evidenziano una netta prevalenza di investitori stranieri (presenti in 28 società, che insieme rappresentano il 17,5% del totale delle Small Cap/Star), mentre le società in cui è presente almeno un investitore istituzionale italiano rilevante sono 8, pari al 5% del totale delle società del campione. Diversamente, le società dell'AIM vedono la prevalenza di investitori istituzionali italiani. In particolare, tra le 26 società con almeno un investitore rilevante, 13 presentano almeno un investitore estero e 17 hanno almeno un soggetto istituzionale italiano (Tav. 1.1).

Complessivamente sono presenti 26 investitori istituzionali rilevanti su Star, 15 nelle Small Cap e 31 sull'AIM, in prevalenza *asset managers* (18 su Star, 7 su Small Cap, 19 sull'AIM). Banche e assicurazioni rappresentano il 26% degli investitori istituzionali presenti sull'AIM, il 7,7% di quelli che investono sulle società Star e il 20% degli investitori istituzionali delle Small Cap (Tav. 1.2).

Il 35% delle partecipazioni detenute dagli investitori istituzionali rilevanti nelle Star si concentra nelle società con capitalizzazione nel II quartile (compresa tra 145 e 280 milioni di euro circa).

Con riguardo alle Small Cap, il 57% delle partecipazioni è detenuto in società con capitalizzazione nel IV quartile (superiore a 181 milioni di euro).

L'81% delle partecipazioni degli investitori istituzionali rilevanti su AIM Italia si concentra nelle società con capitalizzazione nel III e IV quartile (superiore a circa 42 milioni di euro) e solo l'8% nelle società con capitalizzazione nel I quartile (inferiore a 16 milioni di euro; Fig. 1.2).

Con riferimento alla distribuzione settoriale, su Star il 74% delle partecipazioni si concentra nel settore industriale, il 18% nel settore finanziario e l'8% nelle società di servizi.

Con riferimento alle società MTA Small Cap, il 46% delle quote si concentra nel settore industriale, il 27% nel settore finanziario e il 28% nelle società di servizi.

Per quanto riguarda l'AIM, l'analisi della distribuzione delle partecipazioni degli investitori istituzionali rilevanti per settore evidenzia una concentrazione nelle società dei servizi (47%); il settore finanziario, che include le SPAC, e quello industriale contano rispettivamente per il 45% e per l'8% (Fig. 1.3).

2018

1. Governance

2. Trasparenza

3. Governance e trasparenza secondo investitori istituzionali e società AIM

4. Appendice

Consigli di amministrazione

I consigli di amministrazione delle società quotate sull'MTA sono composti in media da circa 9 membri, con valori leggermente più alti nelle Star, mentre nelle società negoziate sull'AIM il dato si attesta a 6,2 consiglieri (Tav. 1.3).

Gli amministratori indipendenti sono in media 4 nelle società Star/MTA Small Cap, dove rappresentano il 45,2% del totale dei componenti del consiglio, e 1,6 nelle società AIM (25,9% del totale; Tav. 1.4).

A fine giugno 2018, 71 società dello Star e 82 Small Cap presentano *boards* eterogenei in termini di genere. In queste società il 36,4% degli amministratori è donna. Le società AIM *diverse board* sono 59 (57% del totale), con una rappresentanza femminile pari al 22,2%. Considerando il numero complessivo delle società negoziate, su MTA il 35,9% degli amministratori è donna (12,7% su AIM; Tav. 1.5).

Infine, benché l'adozione del voto di lista sia obbligatoria solo per l'MTA, il 66% delle società AIM ha adottato tale meccanismo volontariamente. In particolare, il 31% prevede che la lista possa essere presentata da azionisti che, singolarmente o congiuntamente, detengano una quota pari almeno al 5% del capitale sociale, mentre il 33% delle aziende richiede una quota fino al 10% del capitale sociale (Fig. 1.4).

1. Governance

2. Trasparenza

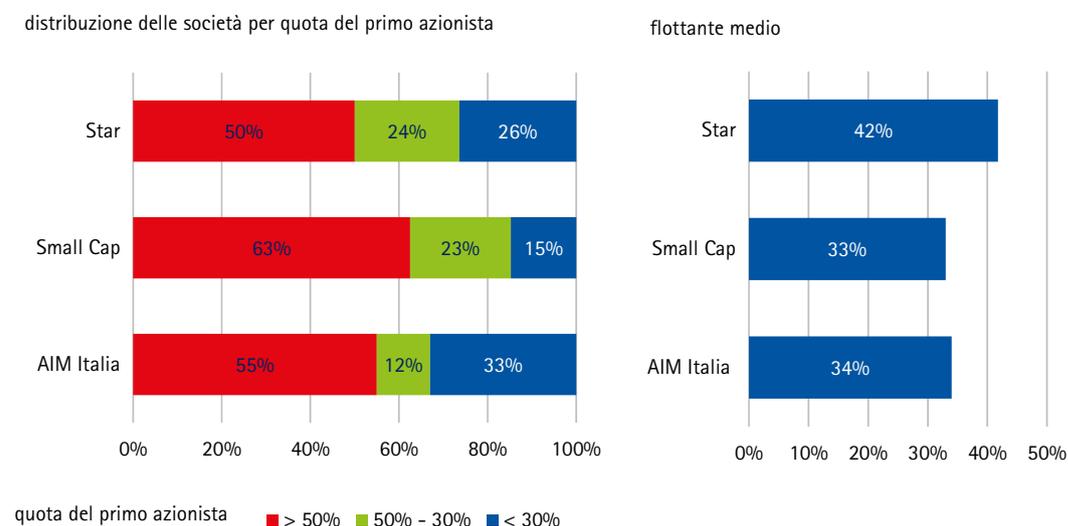
3. Governance e trasparenza secondo investitori istituzionali e società AIM

4. Appendice

Sia le società di minori dimensioni quotate sull'MTA sia le società negoziate sull'AIM si caratterizzano per assetti proprietari fortemente concentrati. I dati complessivi del mercato AIM sono influenzati dalla elevata presenza di SPAC; al netto delle SPAC, la percentuale di società nelle quali il primo azionista detiene una quota maggiore del 50% è pari al 63%, in linea con le Small Cap MTA.

Gli investitori istituzionali sono azionisti rilevanti in 34 società Star e Small Cap quotate sull'MTA (21,3% del totale) e in 26 società dell'AIM (25,2% del totale). Sull'MTA prevalgono gli investitori stranieri (presenti in 28 società), mentre nelle società AIM prevalgono gli italiani (17 società).

Fig. 1.1 – Struttura proprietaria delle società
(dati di fine 2017 per l'MTA; luglio 2018 per AIM Italia)



Fonte: Consob e Osservatorio AIM di IR Top Consulting. Il dato relativo al flottante delle società negoziate sull'AIM Italia non include le SPAC.

Tav. 1.1 – Partecipazioni rilevanti degli investitori istituzionali
(dati di fine 2017; luglio 2018 per AIM Italia)

		almeno un investitore istituzionale			almeno un investitore istituzionale italiano			almeno un investitore istituzionale straniero		
		n. società	peso ¹	quota ²	n. società	peso ¹	quota ²	n. società	peso ¹	quota ²
MTA	Star	22	30,6	7,8	3	4,2	8,6	20	27,8	7,3
	Small Cap	12	13,6	7,7	5	5,7	5,7	8	9,1	8,0
	<i>totale</i>	34	21,3	7,8	8	5,0	6,8	28	17,5	7,5
AIM Italia		26	25,2	8,3	17	16,5	9,0	13	12,6	7,4

Fonte: Consob e Osservatorio AIM di IR Top Consulting. Gli investitori istituzionali rilevanti sono quelli che hanno una partecipazione minore del 10% e maggiore della soglia di trasparenza (pari al 3% del capitale sociale - 5% su AIM - con l'esclusione dei fondi di *private equity*, *venture capital* e degli *asset managers*, per i quali la soglia di trasparenza è del 5%).
¹ Sul totale delle società dell'indice. ² Valore medio della partecipazione.

2018

1. Governance

2. Trasparenza

3. Governance e trasparenza secondo investitori istituzionali e società AIM

4. Appendice

Gli investitori istituzionali rilevanti (26 nel segmento Star, 15 nelle Small Cap e 31 sull'AIM) sono in prevalenza *asset managers*.

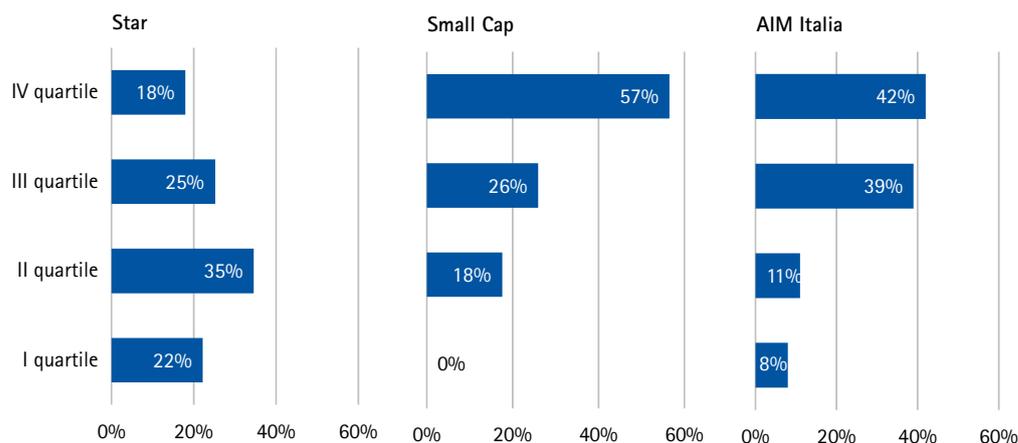
Tav. 1.2 – Tipologia di investitori istituzionali rilevanti
(dati di fine 2017; luglio 2018 per AIM Italia)

	MTA						AIM Italia	
	Star		Small Cap		totale		numero ¹	peso ²
	numero ¹	peso ²	numero ¹	peso ²	numero ¹	peso ²		
<i>asset managers</i>	18	69,2	7	46,7	25	61,0	19	61,3
private equity, venture capital, fondi sovrani	6	23,1	5	33,3	11	26,8	4	12,9
banche e assicurazioni	2	7,7	3	20,0	5	12,2	8	25,8
totale	26	100,0	15	100,0	41	100,0	31	100

Fonte: Consob e Osservatorio AIM di IR Top Consulting. Gli investitori istituzionali rilevanti sono quelli che hanno una partecipazione minore del 10% e maggiore della soglia di trasparenza (pari al 3% del capitale sociale - 5% su AIM - con l'esclusione dei fondi di *private equity*, *venture capital* e degli *asset managers*, per i quali la soglia di trasparenza è del 5%).
¹ Numero di investitori istituzionali rilevanti. ² Percentuale sul totale degli investitori.

La maggior parte delle partecipazioni detenute dagli investitori istituzionali rilevanti si concentra nei primi due quartili della capitalizzazione per le società Star e negli ultimi due per Small Cap e AIM

Fig. 1.2 – Distribuzione delle partecipazioni degli investitori istituzionali per quartili di capitalizzazione
(dati di fine 2017; luglio 2018 per AIM Italia)



Quartili di capitalizzazione
(milioni di euro)

	Star	Small Cap	AIM Italia
I quartile	146	23	16
II quartile	277	82	42
III quartile	640	181	90
IV quartile	2.936	4.469	921

Fonte: Consob e Osservatorio AIM di IR Top Consulting. Gli investitori istituzionali rilevanti sono quelli che hanno una partecipazione minore del 10% e maggiore della soglia di trasparenza (pari al 3% del capitale sociale - 5% su AIM - con l'esclusione dei fondi di *private equity*, *venture capital* e degli *asset managers*, per i quali la soglia di trasparenza è del 5%).

1. Governance

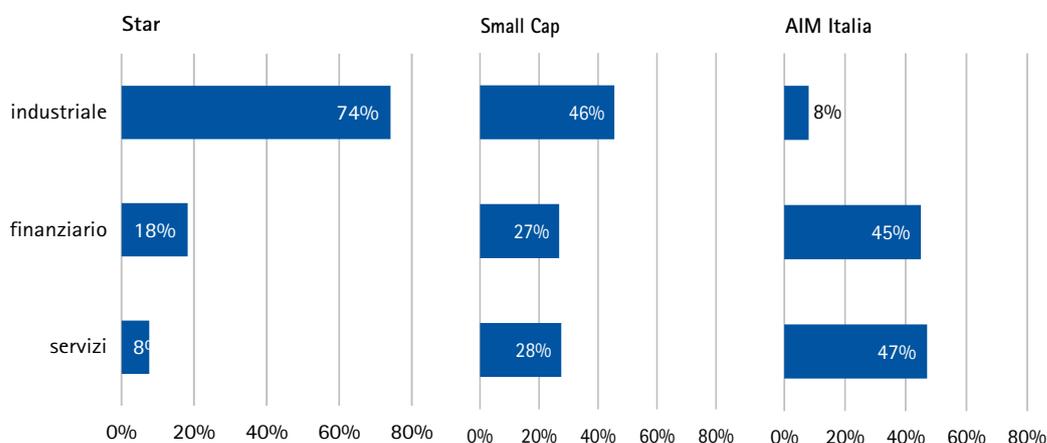
2. Trasparenza

3. Governance e trasparenza secondo investitori istituzionali e società AIM

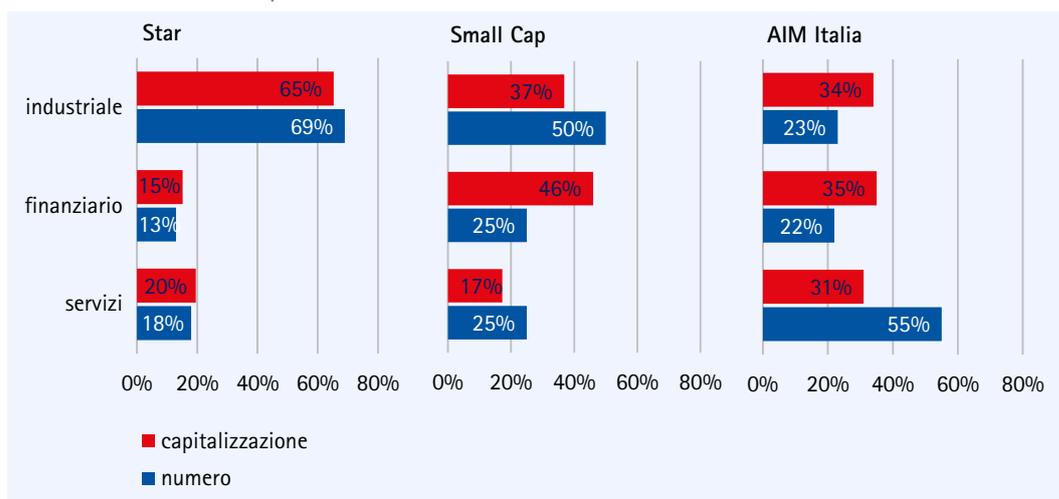
4. Appendice

Il settore in cui è maggiore la presenza degli investitori istituzionali rilevanti è quello industriale per l'MTA e quello dei servizi e finanziario (includere le SPAC) per l'AIM.

Fig. 1.3 – Distribuzione delle partecipazioni degli investitori istituzionali per settore
(dati di fine 2017; luglio 2018 per AIM Italia)



Distribuzione delle società per settore



Fonte: Consob e Osservatorio AIM di IR Top Consulting. Gli investitori istituzionali rilevanti sono quelli che hanno una partecipazione minore del 10% e maggiore della soglia di trasparenza (pari al 3% del capitale sociale - 5% su AIM - con l'esclusione dei fondi di *private equity*, *venture capital* e degli *asset managers*, per i quali la soglia di trasparenza è del 5%).

I consigli di amministrazione delle società quotate sull'MTA sono composti in media da circa 9 membri, con valori leggermente più alti nelle Star, a fronte dei 6,2 rilevati per l'AIM.

Tav. 1.3 – Numero medio di membri dei consigli di amministrazione
(dati di fine 2017; luglio 2018 per AIM Italia)

		n. società	n. medio membri
MTA	Star	71	9,2
	Small Cap	82	8,7
	<i>totale</i>	153	8,9
AIM Italia		103	6,2

Fonte: Consob e Osservatorio AIM di IR Top Consulting. I dati relativi alle società quotate sono tratti dalle Relazioni sul governo societario e gli assetti proprietari pubblicate nel corso del 2018. Alla data di rilevazione tali relazioni erano disponibili per 154 società. Tra queste, una società è esclusa dall'analisi perché adotta il modello dualistico. I dati relativi alle società AIM sono tratti dai siti internet e dai comunicati stampa societari.

2018

1. Governance

2. Trasparenza

3. Governance e trasparenza secondo investitori istituzionali e società AIM

4. Appendice

Le società MTA contano in media 4 amministratori indipendenti (45,2% del totale dei componenti del consiglio), a fronte di 1,6 (25,9% del totale) degli emittenti AIM.

A fine giugno 2018, le donne sono presenti in tutte le società MTA (salvo due casi) e rappresentano il 36,4% del *board*. Le società AIM *diverse board* sono il 57% e mostrano una rappresentanza femminile del 22%.

Il 66% delle società AIM ha adottato il voto di lista in via volontaria. Il 31% prevede che la lista possa essere presentata da azionisti che, singolarmente o congiuntamente, detengano una quota pari almeno al 5% del capitale sociale, mentre il 33% richiede una quota fino al 10%.

Tav. 1.4 – Presenza di amministratori indipendenti nei consigli di amministrazione
(dati di fine 2017; luglio 2018 per AIM Italia)

		n. società	n. medio amministratori indipendenti	% media amministratori indipendenti
MTA	Star	71	4,0	43,9
	Small Cap	82	4,0	46,4
	<i>totale</i>	153	4,0	45,2
AIM Italia		103	1,6	25,9

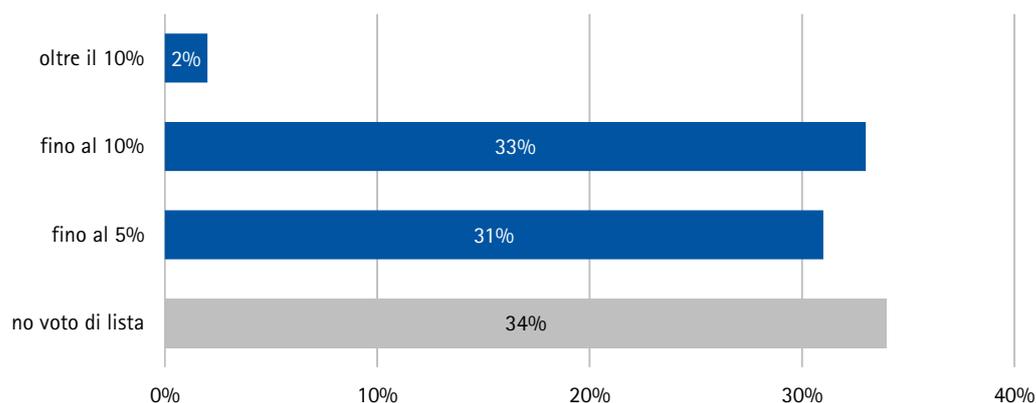
Fonte: Consob e Osservatorio AIM di IR Top Consulting. I dati relativi alle società quotate sono tratti dalle Relazioni sul governo societario e gli assetti proprietari pubblicate nel corso del 2018. Alla data di rilevazione tali relazioni erano disponibili per 154 società. Tra queste, una società è esclusa dall'analisi perché adotta il modello dualistico. I dati relativi alle società AIM sono tratti dai siti internet e dai comunicati stampa societari.

Tav. 1.5 – Presenza delle donne nei consigli di amministrazione
(dati al 30 giugno 2018)

		n. società	società diverse board			% media di donne nel board	
			n. società	% capitalizzazione	n. medio donne	in tutte le società	nelle società diverse board
MTA	Star	72	71	99,4	3,3	35,5	36,0
	Small Cap	83	82	98,9	3,1	36,3	36,7
	<i>totale</i>	155	153	99,3	3,2	35,9	36,4
AIM Italia		103	59	56,8	1,4	12,7	22,2

Fonte: Consob e Osservatorio AIM di IR Top Consulting. Le imprese *diverse board* sono quelle in cui almeno un amministratore è donna.

Fig. 1.4 – Distribuzione delle società AIM Italia per percentuale richiesta per il voto di lista
(luglio 2018)



Fonte: Osservatorio AIM di IR Top Consulting.

1. Governance

2. Trasparenza

3. Governance e trasparenza secondo investitori istituzionali e società AIM

4. Appendice

Trasparenza

Informazioni finanziarie periodiche aggiuntive

Nel corso del 2018 il 58% delle Small Cap ha diffuso volontariamente informazioni finanziarie periodiche aggiuntive relative ai primi nove mesi dell'anno, ossia comunicati relativi ai dati economico-finanziari del primo o del terzo trimestre dell'esercizio. Il dato è pari al 17% per le società AIM (Fig. 2.1).

Comunicati *price-sensitive*

Nei primi nove mesi del 2018, sul mercato MTA sono stati pubblicati 243 comunicati relativi a informazioni *price-sensitive*² da parte di 56 società (35% del totale), equamente suddivise tra Small Cap e Star. La maggior parte dei comunicati riguarda la categoria "Sviluppo del business" (63 comunicati); seguono quelli relativi alle categorie: "Andamento della gestione" (58), "Operazioni sul capitale" (55) e "Operazioni straordinarie" (46). Meno frequenti i comunicati in materia di "Corporate governance" (17) e di "Informativa previsionale" (4).

Sul mercato AIM Italia, invece, sono stati pubblicati 153 comunicati *price-sensitive* da parte di 45 società (44% del totale). I comunicati più frequenti riguardano la categoria "Operazioni straordinarie" (52) e "Operazioni sul capitale" (42), anche a motivo della numerosità degli adempimenti informativi previsti dalla normativa. Seguono le tipologie "Sviluppo del business" (28), "Corporate governance" (21), "Andamento della gestione" e "Informazione previsionale" (rispettivamente 5). Il numero medio di comunicati *price-sensitive* per società è pari a 4,6 per le Star, 4,1 per le Small Cap MTA e 3,4 per le AIM (Tav. 2.1).

Internal dealing

Le società dell'MTA che hanno pubblicato *internal dealing* sono 60, di cui 36 dello Star (50% del totale) e 24 di minori dimensioni (27% del totale delle Small Cap), mentre il dato si attesta a 49 imprese (48% del totale) per AIM Italia. Complessivamente, nell'ambito dell'MTA sono stati pubblicati 350 *internal dealing*, 215 (61% del totale) da parte delle Star (con una media di 6 *internal dealing* per società) e i restanti 135 da parte delle Small Cap (con una media di 5,6 per società). Su AIM Italia sono stati pubblicati 362 comunicati, con una media di 7,4 documenti per società (Fig. 2.2).

Comunicazione di piani industriali

25 società Star (35% del totale) e 28 società di minori dimensioni (pari al 32% del totale) hanno pubblicato in via volontaria il piano industriale contenente previsioni per l'anno 2018. Su AIM Italia le società che hanno pubblicato il piano industriale sono 23 (pari al 22% del mercato; Fig. 2.3).

Rendicontazione non finanziaria

Nel corso del 2018, 51 società Star (73% del totale) hanno pubblicato la dichiarazione non finanziaria (DNF), mentre le rimanenti sono state esonerate in virtù delle loro ridotte dimensioni (19 società, 27% del totale) o in quanto l'obbligo è stato assolto dalla capogruppo della società (un caso). Tra le imprese Small Cap, 36 hanno pubblicato la DNF, diversamente da 47 società piccole e tre emittenti parte di un gruppo. Nessuna società esonerata ha pubblicato in via volontaria una DNF. Tuttavia, in sette casi sono state pubblicate informazioni in materia di sostenibilità: in tre casi una relazione sociale e ambientale, in due casi un bilancio (o relazione) di sostenibilità e in due casi alcune informazioni in materia (Fig. 2.4).

8 società AIM (non soggette agli obblighi derivanti dal d.lgs 254/2016) hanno pubblicato un report di sostenibilità.

² L'analisi ha per oggetto i comunicati pubblicati dai Sistemi di Diffusione delle Informazioni Regolamentate (SDIR) nel periodo 1-1-2018/30-09-2018 appartenenti alla categoria 2.2 (Informazioni privilegiate, tutte le informazioni comunicate ai sensi dell'articolo 6 della direttiva 2003/6/CE).

2018

1. Governance

2. Trasparenza

3. Governance e trasparenza secondo investitori istituzionali e società AIM

4. Appendice

Comunicazione in lingua inglese

L'analisi relativa all'utilizzo della lingua inglese da parte delle società ha riguardato i seguenti ambiti: sito web; area *investor relations*; bilanci; comunicati stampa; presentazioni per gli investitori.

L'uso dell'inglese è molto più diffuso tra le società Star, in virtù delle specifiche richieste presenti nel Regolamento dei Mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana (cfr. Appendice). Tutte le società redigono i bilanci anche in lingua inglese e dispongono di una sezione del sito dedicata alle relazioni con gli investitori in inglese; quasi tutte utilizzano l'inglese negli altri ambiti analizzati.

Per 60 società Small Cap il sito web è tradotto anche in lingua inglese. Meno frequente è la traduzione dei bilanci (38%), dei comunicati stampa (47%) e delle presentazioni agli investitori (31%). Per quanto riguarda l'AIM, il 49% delle società dispone di un sito corporate in lingua inglese e il 39% traduce i testi della sezione Investor Relations. La documentazione più di frequente tradotta in inglese include i comunicati stampa (30%) e le presentazioni per gli investitori (23%), mentre è meno diffusa la traduzione dei bilanci e delle relazioni semestrali (11%; Fig. 2.5).

Coverage

L'analisi relativa ai primi sette mesi del 2018 evidenzia che il 90% delle società Star presenta almeno una copertura sul titolo (la percentuale scende al 26% per le Small Cap). Il dato si attesta al 51% per le società AIM; di queste, il 62% ha la copertura del Nomad, il 23% dello Specialist, mentre il 15% ha una copertura solo di broker diversi dal Nomad/Specialist (Fig. 2.6).

1. Governance

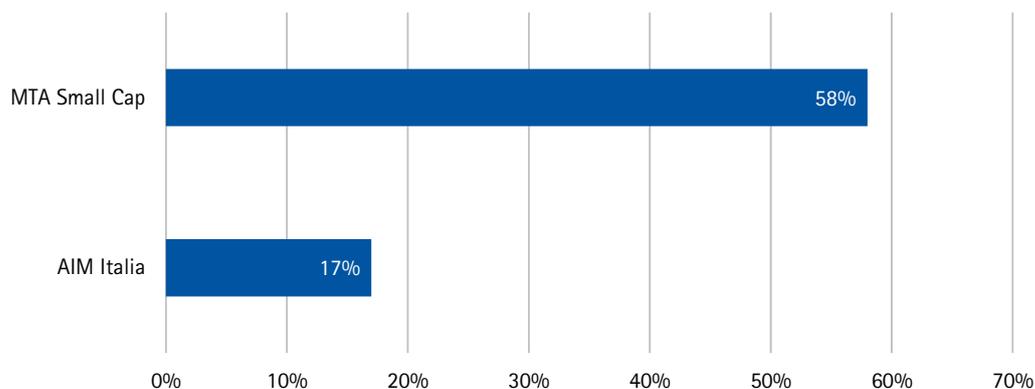
2. Trasparenza

3. Governance e trasparenza secondo investitori istituzionali e società AIM

4. Appendice

Il 58% delle Small Cap e il 17% delle società AIM hanno diffuso volontariamente comunicati relativi ai dati economico-finanziari del primo o terzo trimestre dell'esercizio.

Fig. 2.1 – Società che hanno pubblicato informazioni finanziarie periodiche aggiuntive
(1 gennaio - 30 settembre 2018)



Fonte: Consob e Osservatorio AIM di IR Top Consulting. Le società Star sono escluse dall'analisi poiché per queste Borsa Italiana prevede l'obbligo di rendere disponibili al pubblico informazioni finanziarie periodiche aggiuntive aventi come minimo i contenuti descritti all'articolo 154-ter, comma 5 del Testo unico della finanza entro 45 giorni dal termine del primo, terzo e quarto trimestre dell'esercizio.

Nei primi nove mesi del 2018, 56 società MTA hanno pubblicato 243 comunicati *price-sensitive* (in media, 4,3 comunicati per società), mentre 45 emittenti AIM hanno diffuso 153 comunicati (3,4 per società).

Tav. 2.1 – Comunicati *price-sensitive* pubblicati
(1 gennaio - 30 settembre 2018)

	MTA				AIM Italia			
	Star n. comunicati	n. società	Small Cap n. comunicati	n. società	totale n. comunicati	n. società	n. comunicati	n. società
andamento della gestione	27	10	31	12	58	22	5	2
corporate governance	10	4	7	5	17	9	21	11
informazione previsionale	1	1	3	3	4	4	5	4
operazioni sul capitale	17	5	38	13	55	18	42	15
operazioni straordinarie	36	14	10	10	46	24	52	25
sviluppo business	38	16	25	13	63	29	28	14
totale	129	28	114	28	243	56	153	45
<i>numero medio comunicati per società</i>	<i>4,6</i>		<i>4,1</i>		<i>4,3</i>		<i>3,4</i>	

Fonte: Consob e Osservatorio AIM di IR Top Consulting. L'analisi ha per oggetto i comunicati pubblicati dai Sistemi di Diffusione delle Informazioni Regolamentate (SDIR) nel periodo 1-1-2018/30-09-2018 appartenenti alla categoria 2.2 (Informazioni privilegiate, tutte le informazioni comunicate ai sensi dell'articolo 6 della direttiva 2003/6/CE).

2018

1. Governance

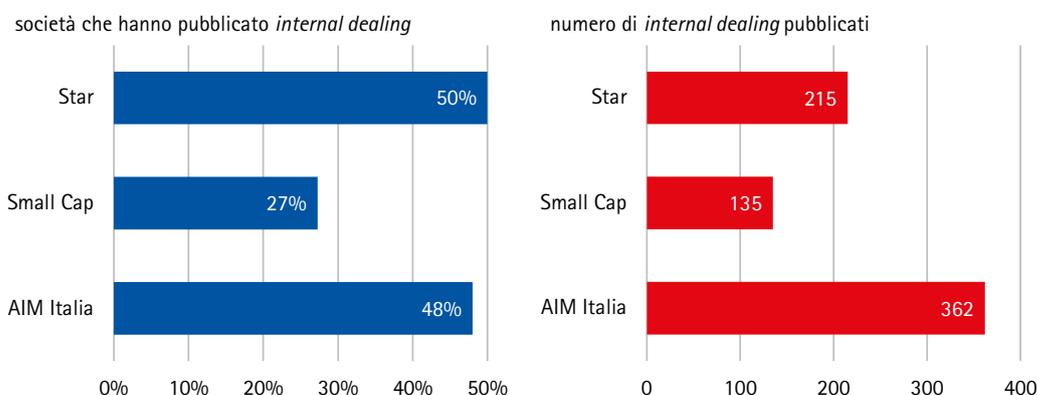
2. Trasparenza

3. Governance e trasparenza secondo investitori istituzionali e società AIM

4. Appendice

Nei primi nove mesi del 2018 la pubblicazione di *internal dealing* è stata più frequente tra le società Star e quelle AIM.

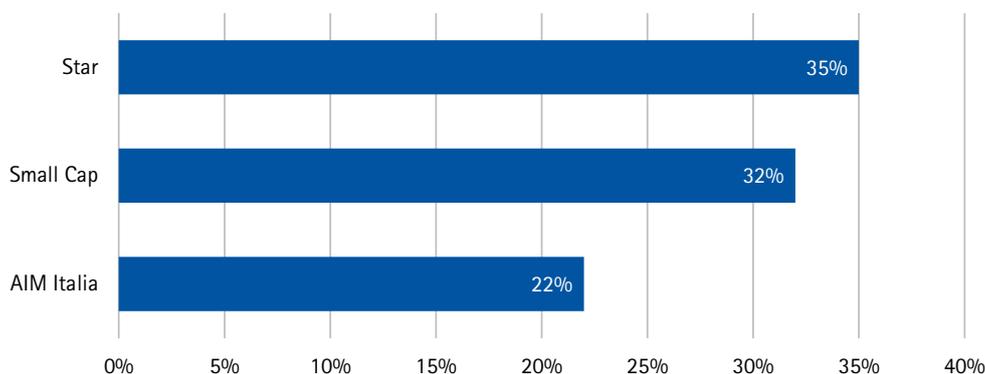
Fig. 2.2 – *Internal dealing* pubblicati (1 gennaio - 30 settembre 2018)



Fonte: Consob e Osservatorio AIM di IR Top Consulting. L'analisi ha per oggetto i comunicati pubblicati dai Sistemi di Diffusione delle Informazioni Regolamentate (SDIR) nel periodo 1-1-2018/30-09-2018 in materia di *internal dealing*.

La pubblicazione volontaria di un piano industriale contenente previsioni per l'anno 2018 è stata più frequente sull'MTA, sebbene abbia coinvolto il 22% delle società AIM.

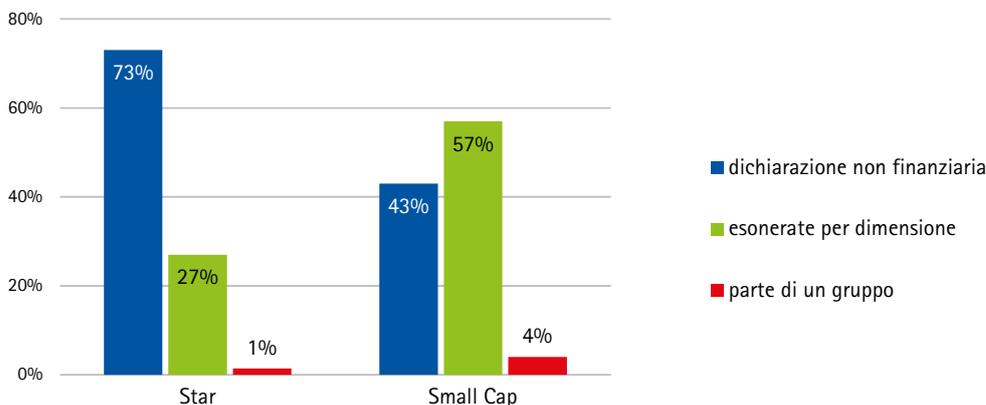
Fig. 2.3 – Società che hanno pubblicato un piano industriale contenente previsioni per l'anno 2018



Fonte: Consob e Osservatorio AIM di IR Top Consulting.

Nel corso del 2018, 51 società Star e 36 Small Cap hanno pubblicato la dichiarazione non finanziaria, in quanto soggette ai relativi obblighi di legge. 8 società AIM hanno pubblicato un report di sostenibilità.

Fig. 2.4 – Società che hanno pubblicato la dichiarazione non finanziaria (1 gennaio - 30 settembre 2018)



Fonte: Consob. L'analisi riguarda 86 società Small Cap e 71 società Star.

1. Governance

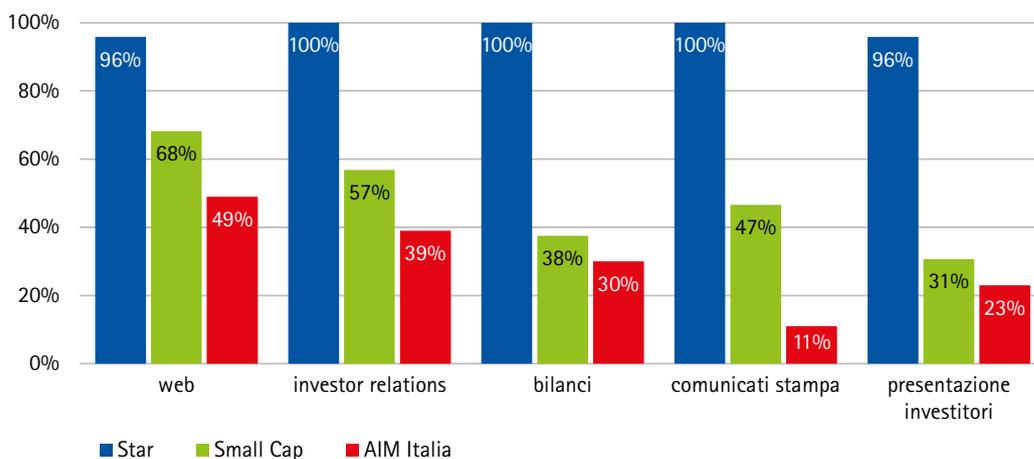
2. Trasparenza

3. Governance e trasparenza secondo investitori istituzionali e società AIM

4. Appendice

La pubblicazione di documenti in inglese è molto più diffusa tra le società Star, in virtù delle richieste di cui al Regolamento dei Mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana, mentre per i restanti gruppi è più frequente nell'ambito del sito corporate e nella sezione del sito dedicata all'Investor Relations.

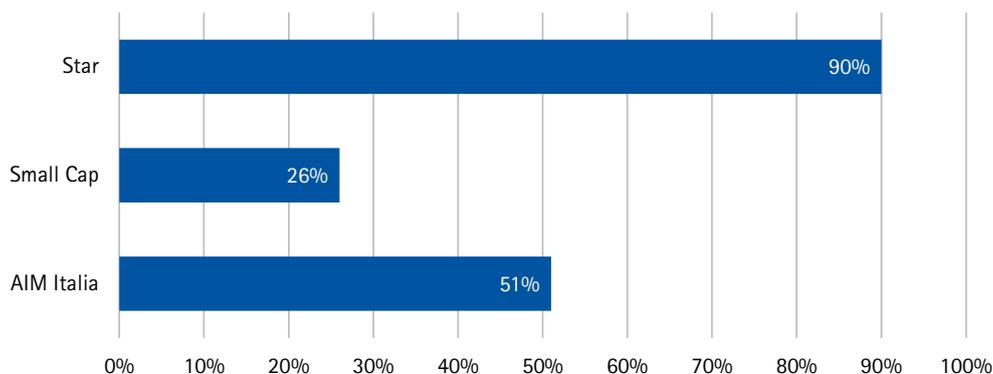
Fig. 2.5 – Società che comunicano in lingua inglese (1 gennaio - 30 settembre 2018)



Fonte: Consob e Osservatorio AIM di IR Top Consulting.

Le società che sono coperte da almeno un analista finanziario sono più frequenti nel gruppo Star, mentre rappresentano il 51% degli emittenti AIM. Di questi, il 62% ha la copertura del Nomad, il 23% dello Specialist, mentre il 15% solo di broker diversi dal Nomad/Specialist.

Fig. 2.6 – Società con *coverage* da parte di analisti finanziari (1 gennaio - luglio 2018)



Fonte: Consob e Osservatorio AIM di IR Top Consulting.

2018

1. Governance

2. Trasparenza

3. Governance e trasparenza secondo investitori istituzionali e società AIM

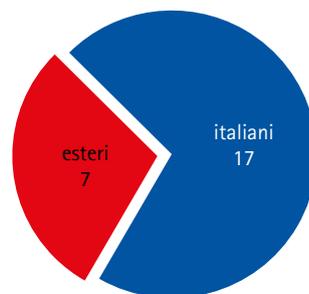
4. Appendice

Governance e trasparenza secondo investitori istituzionali e società AIM

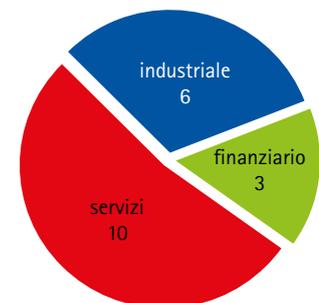
Campione di indagine

La Survey ha raccolto le opinioni di investitori istituzionali e società dell'AIM con riguardo ai profili di *governance* e di trasparenza analizzati nelle sezioni precedenti. Le evidenze raccolte si riferiscono a 24 portfolio manager, prevalentemente gestori di fondi italiani PIR Compliant con un patrimonio complessivo a settembre 2018 pari a circa 8 miliardi di euro (fonte: Assogestioni, *Mappa trimestrale del Risparmio Gestito, IIIQ 2018*), e agli amministratori delegati di 19 aziende AIM Italia, per una capitalizzazione complessiva al 28 dicembre 2018 di circa 850 milioni di euro (13% del totale), operanti soprattutto nel settore servizi e industriale.

nazionalità degli investitori istituzionali intervistati



settore delle società AIM Italia intervistate



Fonte: Consob e Osservatorio AIM di IR Top Consulting.

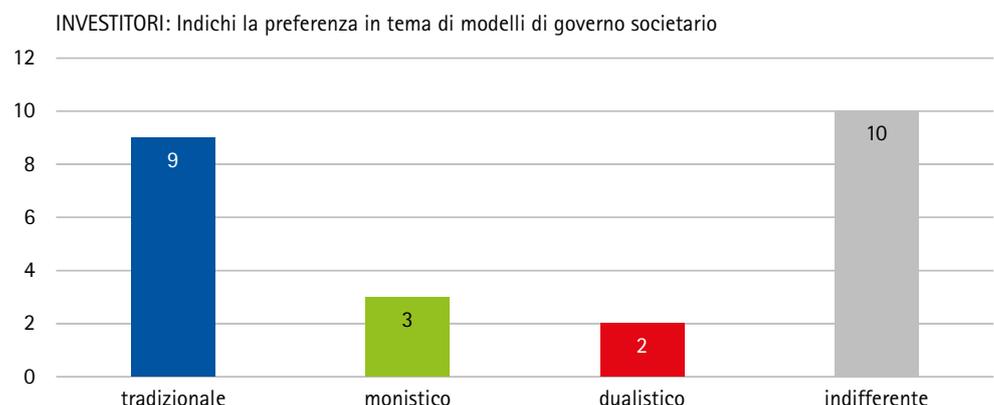
Governance

Ambito dell'analisi

La Survey ha sollecitato l'opinione dei soggetti intervistati sui seguenti profili di *governance*: modello di governo societario, coincidenza proprietà/gestione, numerosità del consiglio di amministrazione, amministratori indipendenti, diversità di genere, qualità del consiglio di amministrazione, voto di lista.

La maggior parte degli investitori intervistati (10) è indifferente alla tipologia di modello di governo societario adottato dalle società, 9 ritengono più adeguato il modello tradizionale, due preferiscono il modello dualistico mentre tre indicano il monistico.

Fig. 3.1 – Preferenza degli investitori istituzionali per i modelli di governo societario



Fonte: Consob e Osservatorio AIM di IR Top Consulting.

1. Governance

2. Trasparenza

3. Governance e trasparenza secondo investitori istituzionali e società AIM

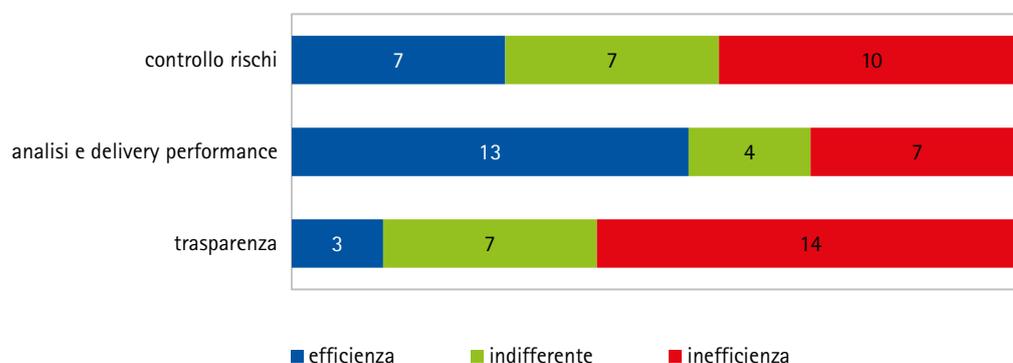
4. Appendice

Secondo la maggioranza degli investitori intervistati, la coincidenza proprietà/gestione è fonte di efficienza in relazione al conseguimento degli obiettivi pianificati ovvero all'analisi e *delivery* delle performance (13) e di inefficienza per la gestione dei processi di controllo dei rischi (10) e la trasparenza (14). Dal punto di vista degli imprenditori, prevale un giudizio positivo quanto ad effetti su analisi e *delivery* delle performance (11) e controllo dei rischi (9), mentre in relazione alla trasparenza prevale un giudizio neutrale (8).

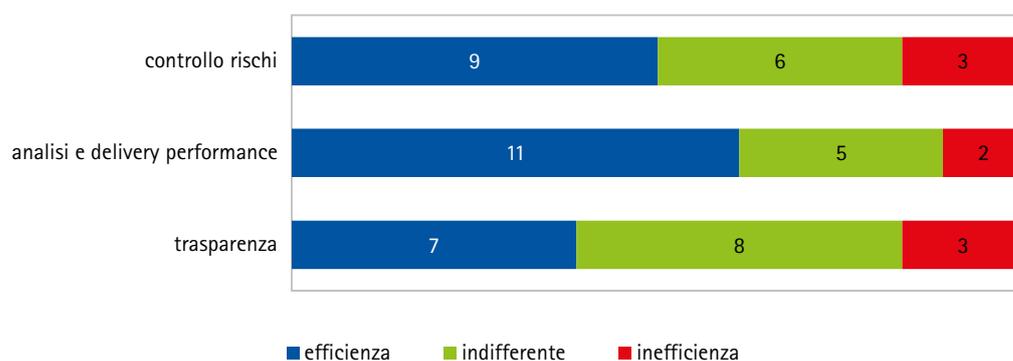
Nel complesso, il numero attuale di componenti del CDA è ritenuto adeguato per tutte le società dalla maggior parte degli investitori, mentre il numero di componenti ideale va dagli 8 membri per le società Star ai 6 per le società AIM. Quest'ultimo dato non è lontano da quello indicato dalla maggioranza delle imprese AIM (5 membri).

Fig. 3.2 – Giudizio sugli effetti della coincidenza tra proprietà e gestione

INVESTITORI: In che modo ritiene che la coincidenza della proprietà con la gestione influisca sulle prassi delle società?



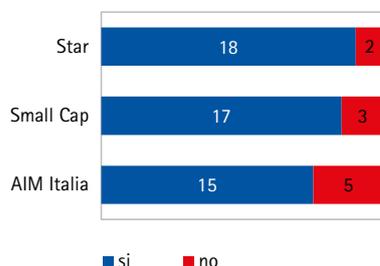
SOCIETÀ AIM: In che modo ritiene che la coincidenza della proprietà con la gestione influisca sulle prassi delle società?



Fonte: Consob e Osservatorio AIM di IR Top Consulting.

Fig. 3.3 – Giudizio sull'adeguatezza del numero dei componenti il CDA

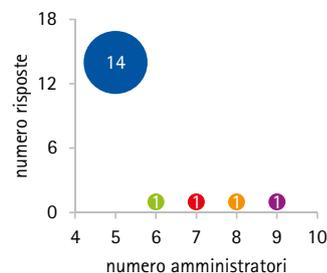
INVESTITORI: Ritiene che il numero complessivo dei componenti del CDA sia adeguato?



INVESTITORI: Quale ritiene sia il numero di amministratori ideale per una Small Cap? (media risposte)



SOCIETÀ AIM: Quale ritiene sia il numero di amministratori ideale per la sua società?



Fonte: Consob e Osservatorio AIM di IR Top Consulting.

2018

- 1. Governance
- 2. Trasparenza

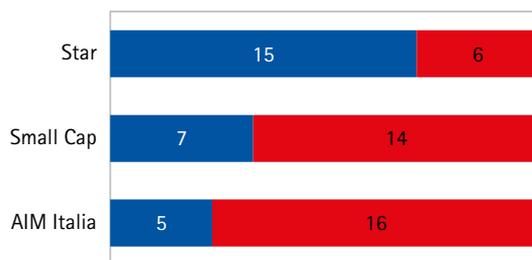
3. Governance e trasparenza secondo investitori istituzionali e società AIM

- 4. Appendice

Il segmento Star è l'unico nel quale il numero di indipendenti viene ritenuto adeguato dalla maggioranza degli investitori intervistati. Al contempo tutte le imprese AIM ritengono adeguato il numero degli indipendenti nel CDA.

Fig. 3.4 – Giudizio sull'adeguatezza del numero di amministratori indipendenti

INVESTITORI: Ritiene che il numero degli amministratori indipendenti in relazione alla dimensione del CDA sia adeguato?



SOCIETÀ AIM: Ritiene che il numero degli amministratori indipendenti in relazione alla dimensione del CDA sia adeguato?

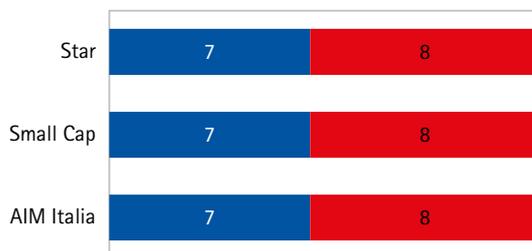


Fonte: Consob e Osservatorio AIM di IR Top Consulting.

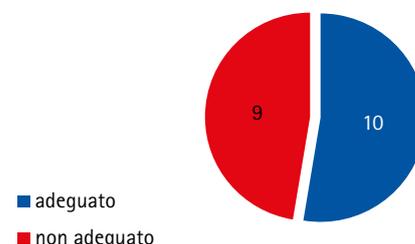
Riguardo all'adeguatezza della rappresentanza femminile nei CDA delle società prese in esame, emerge una valutazione discordante sia da parte degli investitori sia delle società AIM.

Fig. 3.5 – Giudizio sull'adeguatezza del numero di amministratori donne

INVESTITORI: Ritiene che il numero delle donne nei CDA delle Small Cap sia adeguato?



SOCIETÀ AIM: Ritiene che il numero delle donne nel CDA sia adeguato?



Fonte: Consob e Osservatorio AIM di IR Top Consulting.

1. Governance

2. Trasparenza

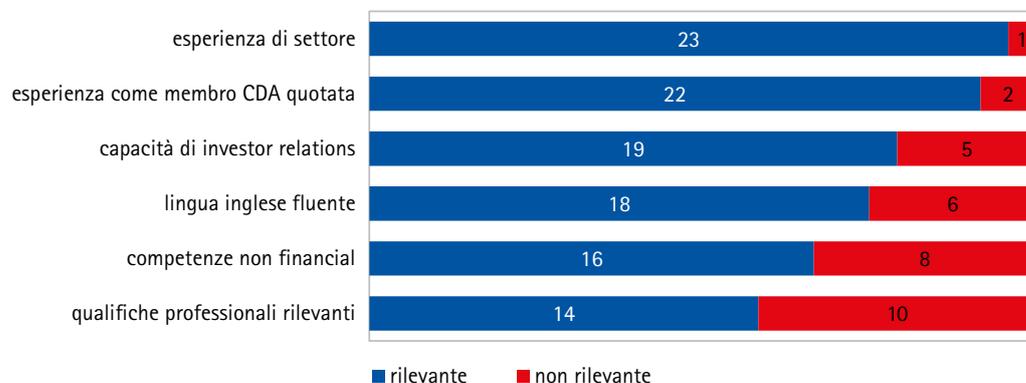
3. Governance e trasparenza secondo investitori istituzionali e società AIM

4. Appendice

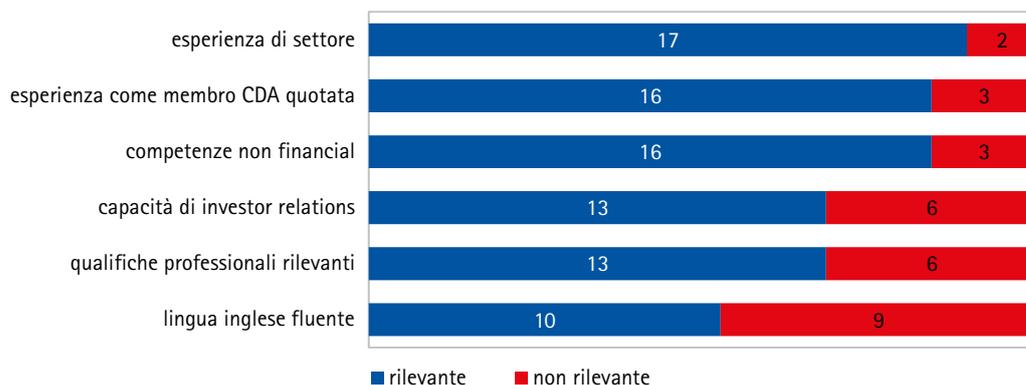
Tra i fattori più rilevanti per la qualità del *board* la maggior parte degli intervistati (23 investitori e 17 società) indicano l'esperienza di settore. L'esperienza nel CDA, le capacità di *investor relations* e la conoscenza della lingua inglese sono ritenute più importanti dagli investitori rispetto alle società.

Fig. 3.6 – Giudizio sui fattori rilevanti per la qualità del CDA

INVESTITORI: Quali sono i fattori che ritiene abbiano un impatto sulla qualità del CDA?



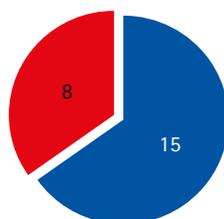
SOCIETÀ AIM: Quali sono i fattori che ritiene abbiano un impatto sulla qualità del CDA?



Fonte: Consob e Osservatorio AIM di IR Top Consulting.

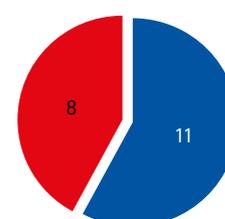
Fig. 3.7 – Giudizio sul voto di lista

INVESTITORI: Ritiene adeguato il numero di società AIM Italia che hanno adottato il voto di lista?



■ adeguato
■ non adeguato

SOCIETÀ AIM: Ritiene utile l'adozione del voto di lista?



■ utile
■ non utile

Fonte: Consob e Osservatorio AIM di IR Top Consulting.

Il numero di società che ha adottato il voto di lista viene ritenuto adeguato (utile) dalla maggior parte degli investitori (società).

2018

- 1. Governance
- 2. Trasparenza

3. Governance e trasparenza secondo investitori istituzionali e società AIM

- 4. Appendice

Trasparenza

Ambito dell'analisi

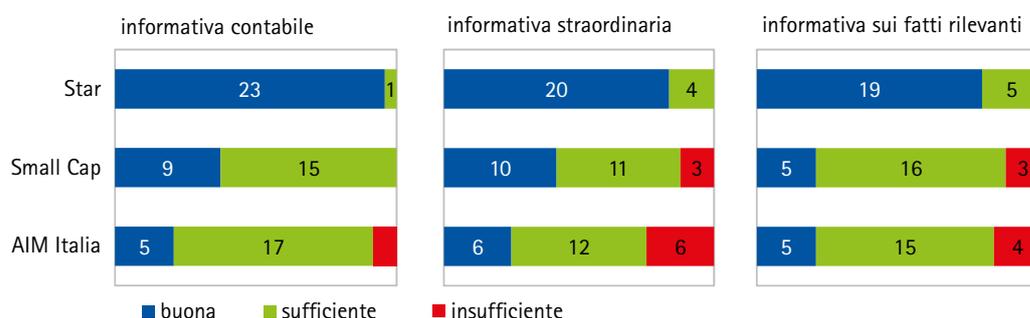
La maggior parte degli investitori intervistati giudica buona la comunicazione finanziaria delle Star, che peraltro riflette obblighi più stringenti, sufficiente quella delle Small Cap e delle società AIM. Quest'ultime ritengono più onerosi gli obblighi di comunicazione su fatti rilevanti e sull'informativa straordinaria rispetto agli obblighi in materia di informativa contabile.

L'informazione più significativa è quella riguardante il cambio del *key manager* per la maggior parte degli investitori intervistati (18) e quella relativa alla sottoscrizione di accordi e Joint Venture per la totalità delle aziende.

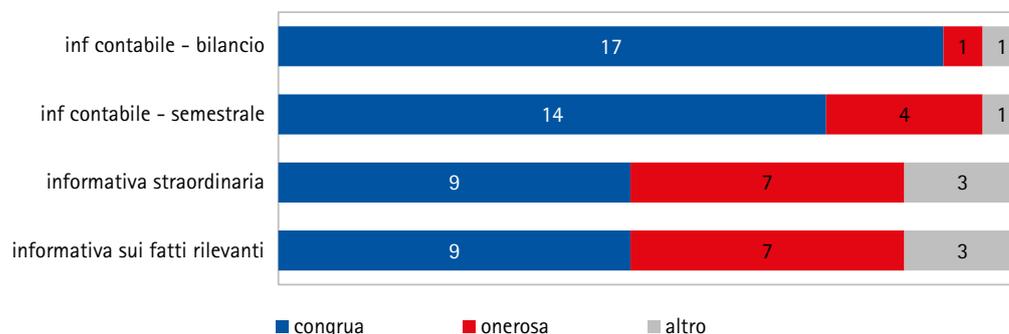
Con riferimento alla trasparenza, la Survey ha raccolto i giudizi dei soggetti intervistati in materia di: informativa contabile, informativa straordinaria, informativa sui fatti rilevanti, tipologia di informazioni rilevanti, *voluntary disclosure*, informativa non finanziaria, *coverage*.

Fig. 3.8 – Giudizio sugli obblighi di disclosure in materia di comunicazione finanziaria

INVESTITORI: Come giudica la comunicazione finanziaria delle società?



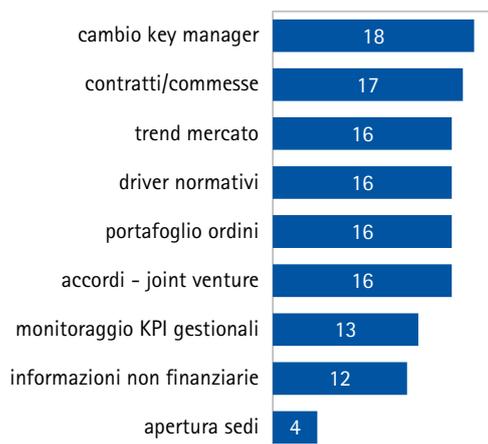
SOCIETÀ AIM: Come giudica l'impegno della sua società in merito alla comunicazione finanziaria?



Fonte: Consob e Osservatorio AIM di IR Top Consulting.

Fig. 3.9 – Informazioni ritenute rilevanti

INVESTITORI: Quali sono le informazioni che ritiene rilevanti in una Small Cap?



SOCIETÀ AIM: Quali sono le informazioni che ritiene rilevanti nella sua società?



Fonte: Consob e Osservatorio AIM di IR Top Consulting.

1. Governance

2. Trasparenza

3. Governance e trasparenza secondo investitori istituzionali e società AIM

4. Appendice

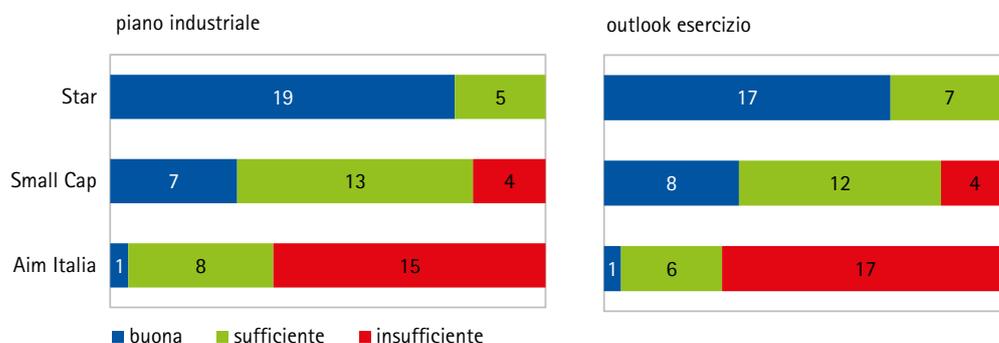
La maggioranza degli investitori giudica positivamente la *voluntary disclosure* delle società Star; sufficiente quella delle Small Cap e insufficiente quella dell'AIM.

La comunicazione sui temi ESG viene giudicata sufficiente dalla maggioranza degli intervistati. Le società AIM hanno una visione più positiva, soprattutto con riferimento alle tematiche di governance.

La maggioranza degli investitori (19) ritiene che nelle Small Cap la limitata *coverage* costituisca un disincentivo all'investimento. 13 intervistati dichiarano di adottare iniziative per superarlo. Tra le iniziative utili a superare il gap informativo, gli investitori intervistati hanno indicato in 13 casi l'incremento della *coverage* e in 9 casi incontri con i *managers*.

Fig. 3.10 – Giudizio degli investitori sulla *voluntary disclosure* delle società in materia di comunicazione finanziaria

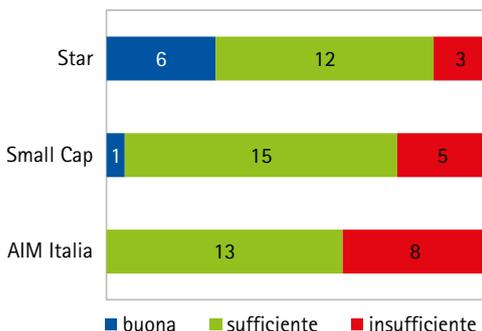
INVESTITORI: Come giudica la qualità della comunicazione finanziaria delle società?



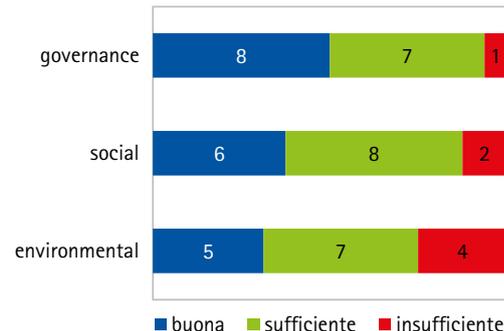
Fonte: Consob e Osservatorio AIM di IR Top Consulting.

Fig. 3.11 – Giudizio sulla qualità della comunicazione sui temi di sostenibilità (ESG)

INVESTITORI: Come giudica la comunicazione sui temi ESG delle società?



SOCIETÀ AIM: Come giudica la comunicazione sui temi ESG della sua società?



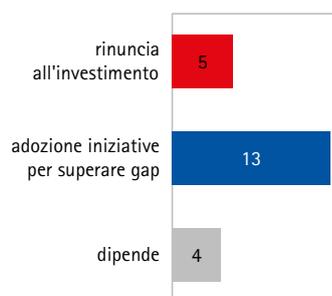
Fonte: Consob e Osservatorio AIM di IR Top Consulting.

Fig. 3.12 – Giudizio degli investitori sulla limitata *coverage* delle Small Cap

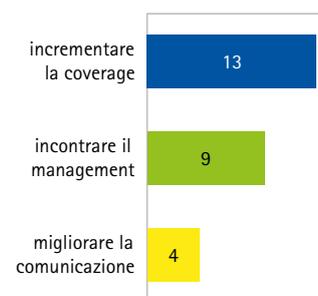
effetti della limitata *coverage*



comportamento degli investitori in presenza di gap informativo



suggerimenti degli investitori per superare il gap informativo (risposta multipla)



Fonte: Consob e Osservatorio AIM di IR Top Consulting.

2018

1. Governance

2. Trasparenza

3. Governance e trasparenza secondo investitori istituzionali e società AIM

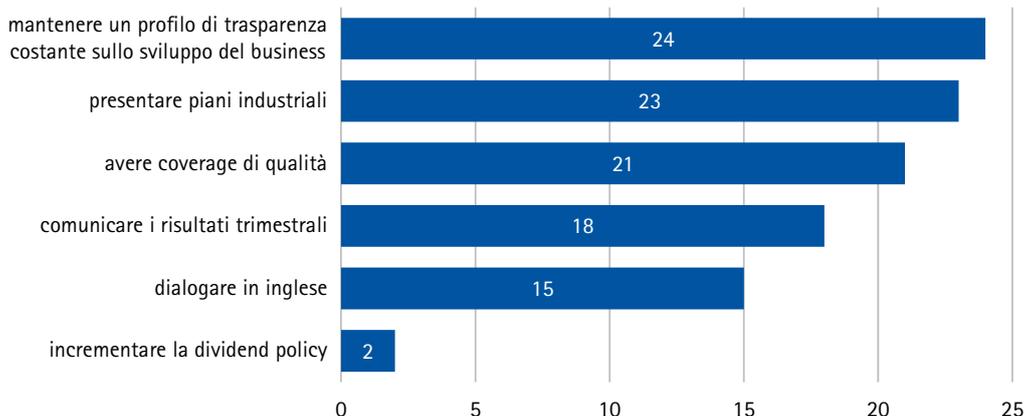
4. Appendice

Il mantenimento di una comunicazione caratterizzata da un profilo di trasparenza costante sullo sviluppo del business nel corso dell'esercizio è percepito come il fattore più rilevante nel rafforzamento dell'*investor confidence*. Seguono la presentazione al mercato di piani industriali (23) e la disponibilità di studi e analisi di qualità (21).

Il gap sulla copertura dell'emittente viene indicato come il divario più significativo tra AIM ed MTA, seguito dalla comunicazione finanziaria e dalla *governance*. Un ulteriore gap suggerito dagli investitori riguarda la liquidità delle società AIM rispetto agli emittenti quotati sul mercato regolamentato.

Fig. 3.13 – Giudizio degli investitori sui fattori in grado di rafforzare l'*investor confidence* nelle Small Cap

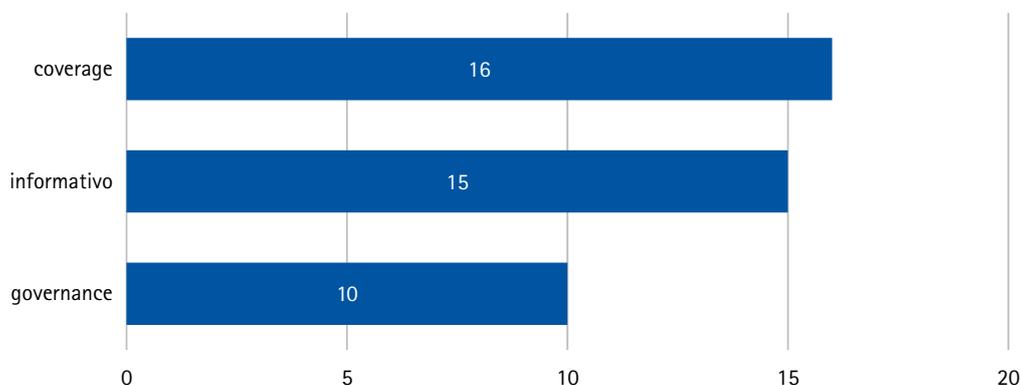
INVESTITORI: Quali sono i fattori maggiormente in grado di rafforzare l'*investor confidence* nei confronti delle Small Cap?



Fonte: Consob e Osservatorio AIM di IR Top Consulting.

Fig. 3.14 – Giudizio degli investitori sui principali gap tra AIM Italia e MTA

INVESTITORI: Nelle società quotate su AIM ITALIA quale ritiene essere il gap da colmare maggiormente rispetto al mercato regolamentato?



Fonte: Consob e Osservatorio AIM di IR Top Consulting.

1. Governance
2. Trasparenza
3. Governance e trasparenza secondo investitori istituzionali e società AIM
- 4. Appendice**

Appendice

Governance

Modello di governo societario

Le società di capitali possono scegliere fra tre diversi sistemi di governo:

- ordinario, tipico della tradizione italiana, caratterizzato dal fatto che l'assemblea (organo della società rappresentativo della volontà dei soci) nomina sia l'organo amministrativo (consiglio di amministrazione o amministratore unico) sia quello di controllo sulla gestione (collegio sindacale); tale scelta di governo dell'impresa si applica in assenza di diversa scelta statutaria (art. 2380 e art. 2380-bis del codice civile);
- monistico, tipico della tradizione anglosassone, è così denominato in quanto prevede la presenza di un solo organo, il consiglio di amministrazione, che nomina al suo interno il comitato per il controllo.
- dualistico, tipico della tradizione tedesca, è così denominato in quanto l'amministrazione della società è ripartita tra due diversi organi: il consiglio di gestione e il consiglio di sorveglianza.

Amministratori indipendenti

L'articolo 147-ter del Tuf specifica che *"almeno uno dei componenti del consiglio di amministrazione, ovvero 2 se il consiglio di amministrazione sia composto da più di 7 componenti, devono possedere i requisiti di indipendenza stabiliti per i sindaci (...) nonché, se lo statuto lo prevede, gli ulteriori requisiti previsti da codici di comportamento redatti da società di gestione di mercati regolamentati o da associazioni di categoria."*

Borsa Italiana stabilisce all'art. 2.2.3 del Regolamento dei Mercati che gli emittenti che desiderano ottenere e mantenere la qualifica di Star sono tenuti ad applicare il principio 3 del Codice di Autodisciplina, secondo il quale un numero adeguato di amministratori non esecutivi sono indipendenti nel senso che *"non intrattengono, né hanno di recente intrattenuto, neppure indirettamente, con l'emittente o con soggetti legati all'emittente, relazioni tali da condizionarne attualmente l'autonomia di giudizio."* Il criterio 3.C.1 del Codice di autodisciplina stabilisce che *"Il numero e le competenze degli amministratori indipendenti sono adeguati in relazione alle dimensioni del consiglio e all'attività svolta dall'emittente; sono inoltre tali da consentire la costituzione di comitati all'interno del consiglio, secondo le indicazioni contenute nel Codice."*

Le istruzioni al regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.A specificano, tramite l'articolo IA.2.10.6, il numero esatto di amministratori richiesti per le società Star, ovvero:

- almeno 2 amministratori indipendenti per Consigli di Amministrazione composti fino a 8 membri;
- almeno 3 amministratori indipendenti per Consigli di Amministrazione composti da 9 a 14 membri;
- almeno 4 amministratori indipendenti per Consigli di Amministrazione composti da oltre 14 membri.

2018

1. Governance
2. Trasparenza
3. Governance e trasparenza secondo investitori istituzionali e società AIM
- 4. Appendice**

Diversità di genere

L'articolo 1 (*Equilibrio tra i generi negli organi delle società quotate*) della legge n. 120 del 12 luglio 2011 ha introdotto le quote di genere per la composizione degli organi sociali delle società quotate e delle società a controllo pubblico. In particolare, secondo l'articolo 2, a decorrere dal primo rinnovo degli organi di amministrazione e degli organi di controllo delle società quotate in mercati regolamentati successivo ad un anno dalla data di entrata in vigore della legge, al genere meno rappresentato, per il primo mandato in applicazione della legge, va riservata una quota pari almeno a un quinto degli amministratori e dei sindaci eletti. Per i successivi due mandati, secondo l'art. 1, il genere meno rappresentato deve ottenere almeno un terzo degli amministratori eletti.

Ad integrazione e prosecuzione della previsione legislativa, l'art. 2 (*Composizione del Consiglio di Amministrazione*) del nuovo Codice di Autodisciplina delle società quotate, stabilisce, al principio 2.P.4, che "*l'emittente applica criteri di diversità, anche di genere, nella composizione del consiglio di amministrazione, nel rispetto dell'obiettivo prioritario di assicurare adeguata competenza e professionalità dei suoi membri*", specificando, al criterio applicativo 2.C.3, che "*almeno un terzo del consiglio di amministrazione è costituito da amministratori del genere meno rappresentato*".

Analogamente, l'art. 8 (Sindaci) stabilisce, al principio 8.P.2 e al criterio applicativo 8.C.3, l'applicazione degli stessi criteri alla composizione del collegio sindacale.

Voto di lista

L'art. 147-ter del Tuf regola l'adozione del voto di lista per l'elezione dei componenti del consiglio di amministrazione delle società quotate sui mercati regolamentati e stabilisce che lo statuto delle società preveda che i componenti del consiglio di amministrazione siano eletti sulla base di liste di candidati e indichi la quota minima di partecipazione richiesta per la presentazione di esse, "*in misura non superiore a un quarantesimo del capitale sociale o alla diversa misura stabilita dalla Consob con regolamento tenendo conto della capitalizzazione, del flottante e degli assetti proprietari delle società quotate. Le liste indicano quali sono gli amministratori in possesso dei requisiti di indipendenza stabiliti dalla legge e dallo statuto*".

L'applicazione del voto di lista all'elezione dei membri del collegio sindacale delle società quotate sui mercati regolamentati è regolamentata dall'art. 148 del Tuf, secondo cui "*La Consob stabilisce con regolamento modalità per l'elezione, con voto di lista, di un membro effettivo del collegio sindacale da parte dei soci di minoranza che non siano collegati, neppure indirettamente, con i soci che hanno presentato o votato la lista risultata prima per numero di voti*".

1. Governance
2. Trasparenza
3. Governance e trasparenza secondo investitori istituzionali e società AIM
- 4. Appendice**

Trasparenza

Informativa contabile

L'informativa contabile è disciplinata dall'art. 154-ter (*Relazioni finanziarie*) del Tuf.

Relativamente al bilancio, l'articolo prevede che *"entro quattro mesi dalla chiusura dell'esercizio, gli emittenti quotati aventi l'Italia come Stato membro d'origine mettono a disposizione del pubblico presso la sede sociale, sul sito Internet e con le altre modalità previste dalla Consob con regolamento, la relazione finanziaria annuale, comprendente il progetto di bilancio di esercizio o, per le società che abbiano adottato il sistema di amministrazione e controllo dualistico, il bilancio di esercizio, nonché il bilancio consolidato, ove redatto, la relazione sulla gestione e l'attestazione prevista all'articolo 154-bis, comma 5. Nelle ipotesi previste dall'articolo 2409-terdecies, secondo comma, del codice civile, in luogo del bilancio d'esercizio, è pubblicato, ai sensi del presente comma, il progetto di bilancio d'esercizio. La relazione di revisione redatta dal revisore legale o dalla società di revisione legale nonché la relazione indicata nell'articolo 153 sono messe integralmente a disposizione del pubblico entro il medesimo termine"*.

Relativamente alla semestrale, l'articolo stabilisce che *"gli emittenti quotati aventi l'Italia come Stato membro d'origine pubblicano, quanto prima possibile e comunque entro tre mesi dalla chiusura del primo semestre dell'esercizio, una relazione finanziaria semestrale comprendente il bilancio semestrale abbreviato, la relazione intermedia sulla gestione e l'attestazione prevista dall'articolo 154-bis, comma 5. La relazione sul bilancio semestrale abbreviato del revisore legale o della società di revisione legale, ove redatta, è pubblicata integralmente entro il medesimo termine. Il bilancio semestrale abbreviato è redatto in conformità ai principi contabili internazionali applicabili riconosciuti nella Comunità europea ai sensi del regolamento (CE) n. 1606/2002. Tale bilancio è redatto in forma consolidata se l'emittente quotato avente l'Italia come Stato membro d'origine è obbligato a redigere il bilancio consolidato. La relazione intermedia sulla gestione contiene almeno riferimenti agli eventi importanti che si sono verificati nei primi sei mesi dell'esercizio e alla loro incidenza sul bilancio semestrale abbreviato, unitamente a una descrizione dei principali rischi e incertezze per i sei mesi restanti dell'esercizio. Per gli emittenti azioni quotate aventi l'Italia come Stato membro d'origine, la relazione intermedia sulla gestione contiene, altresì, informazioni sulle operazioni rilevanti con parti correlate."*

In base al comma 5, la Consob può disporre con regolamento, nei confronti di emittenti aventi l'Italia come Stato membro d'origine, inclusi gli enti finanziari, l'obbligo di pubblicare **informazioni finanziarie periodiche aggiuntive** consistenti al più in:

- a) una descrizione generale della situazione patrimoniale e dell'andamento economico dell'emittente e delle sue imprese controllate nel periodo di riferimento;
- b) una illustrazione degli eventi rilevanti e delle operazioni che hanno avuto luogo nel periodo di riferimento e la loro incidenza sulla situazione patrimoniale dell'emittente e delle sue imprese controllate.

Al riguardo, l'art. 82-ter del Regolamento Emittenti prevede che *"gli emittenti quotati aventi l'Italia come Stato membro d'origine che, su base volontaria, intendono comunicare al pubblico informazioni finanziarie periodiche aggiuntive si attengono ai seguenti principi e criteri applicativi:"*

2018

1. Governance

2. Trasparenza

3. Governance e trasparenza secondo investitori istituzionali e società AIM

4. Appendice

- a) rendono pubblica l'intenzione di comunicare tali informazioni, specificando i relativi elementi informativi, in modo che le decisioni adottate risultino chiare e stabili nel tempo;
- b) specificano i termini per l'approvazione e la pubblicazione delle informazioni finanziarie periodiche aggiuntive da parte dell'organo competente;
- c) garantiscono la coerenza e la correttezza delle informazioni finanziarie periodiche aggiuntive diffuse al pubblico e la comparabilità dei relativi elementi informativi con i corrispondenti dati contenuti nelle relazioni finanziarie precedentemente diffuse al pubblico;
- d) assicurano un accesso rapido, non discriminatorio e ragionevolmente idoneo a garantirne l'effettiva diffusione delle informazioni in tutta l'Unione Europea.

Nel caso in cui gli emittenti intendano modificare gli elementi informativi di cui alla lettera a), o interrompere la comunicazione al pubblico delle informazioni finanziarie periodiche aggiuntive, rendono pubbliche le decisioni assunte e le relative motivazioni. Ai fini della chiarezza e stabilità dell'informazione societaria, la decisione di interrompere la pubblicazione delle informazioni periodiche aggiuntive è efficace a partire dall'esercizio successivo".

Borsa Italiana, limitatamente agli emittenti che vogliono ottenere e mantenere la qualifica di Star, prevede l'obbligo di rendere disponibili al pubblico informazioni finanziarie periodiche aggiuntive aventi come minimo i contenuti descritti all'articolo 154-ter, comma 5 del Testo unico della finanza entro 45 giorni dal termine del primo, terzo e quarto trimestre dell'esercizio. Gli emittenti sono esonerati dalla pubblicazione relativa al quarto trimestre se mettono a disposizione del pubblico la relazione finanziaria annuale, unitamente agli altri documenti di cui all'articolo 154-ter, comma primo, del Testo unico della finanza entro 90 giorni dalla chiusura dell'esercizio.

In relazione al mercato AIM Italia, l'informativa contabile di carattere periodico è disciplinata dal Regolamento Emittenti AIM, che riporta l'obbligo di pubblicare i risultati del Bilancio annuale (art. 19) e della Relazione Semestrale (art. 18). In particolare, l'articolo 19 del Regolamento Emittenti AIM afferma che *"l'emittente AIM Italia deve pubblicare i bilanci o rendiconti annuali sottoposti a revisione legale senza indugio, in ogni caso non più tardi di sei mesi dalla conclusione dell'anno finanziario cui sono riferiti. Di tale pubblicazione deve essere data comunicazione al pubblico senza indugio. Il bilancio [...], deve essere preparato e presentato in conformità con: i Principi Contabili Italiani; o i Principi Contabili Internazionali; o i US Generally Accepted Accounting Principles".* Secondo l'articolo 18 *"l'emittente AIM Italia deve pubblicare la relazione semestrale relativa al periodo di sei mesi a partire dalla fine dell'esercizio finanziario per il quale è stata inclusa l'informativa nel documento di ammissione e successivamente almeno ogni sei mesi (escluso il periodo di sei mesi che precede la data di riferimento ai fini del bilancio o rendiconto annuale sottoposto a revisione legale). Tali relazioni devono essere comunicate al pubblico senza indugio, in ogni caso entro il termine di tre mesi dalla data di chiusura del periodo rilevante. L'informazione contenuta nella relazione semestrale deve includere almeno lo stato patrimoniale, il conto economico e il rendiconto finanziario e deve contenere dati confrontabili per il corrispondente periodo del precedente esercizio finanziario. Inoltre, la relazione semestrale deve essere preparata e redatta secondo modalità omogenee a quelle adottate nel bilancio o rendiconto annuale dell'emittente AIM Italia avuto riguardo ai principi contabili applicabili allo stesso."*

Informativa straordinaria

Per le società quotate sui mercati regolamentati l'informativa sulle operazioni straordinarie è disciplinata dal Regolamento Emittenti agli articoli 70 (*Fusioni, scissioni e aumenti di capitale mediante conferimento di beni in natura*), 70-bis (*Patrimoni destinati ad uno specifico affare*), 71 (*Acquisizioni e cessioni*), 71-bis (*Operazioni con parti correlate*), 72 (*Altre modifiche dello statuto, emissione di obbligazioni e acconti sui dividendi*), 73 (*Acquisto e alienazione di azioni proprie*) e 74 (*Provvedimenti ai sensi dell'articolo 2446 del codice civile*) e dall'Allegato 3 (*Informazione societaria*).

1. Governance

2. Trasparenza

3. Governance e trasparenza secondo investitori istituzionali e società AIM

4. Appendice

Informativa sui fatti rilevanti

Relativamente agli articoli 70 comma 6 e 71 comma 1, gli emittenti possono derogare agli adempimenti in materia di informativa (clausola di *opt-out*) dandone comunicazione alla Consob, alla società di gestione del mercato e al pubblico all'atto della presentazione della domanda finalizzata all'ammissione alle negoziazioni delle proprie azioni.

Relativamente al mercato AIM Italia, l'informativa sulle operazioni straordinarie è regolata dal Regolamento Emittenti AIM agli articoli 12 (*Operazioni significative*), 13 (*Operazioni con parti correlate*), 14 (*Reverse take-over*), 15 (*Cambiamenti sostanziali del business*), 16 (*Aggregazione delle operazioni*).

Secondo l'articolo 7 comma 1 MAR (*Market Abuse Regulation*), per informazione privilegiata (o *price-sensitive*) si intende un'informazione:

- avente carattere preciso,
- che non è stata resa pubblica,
- concernente, direttamente o indirettamente, uno o più emittenti strumenti finanziari o uno o più strumenti finanziari,
- che, se resa pubblica, potrebbe avere un effetto significativo sui prezzi di tali strumenti finanziari o sui prezzi di strumenti finanziari derivati collegati.

In base al comma 2 del medesimo articolo, un'informazione ha un carattere preciso se i) fa riferimento a una serie di circostanze esistenti o che si può ragionevolmente ritenere che vengano a prodursi o a un evento che si è verificato o del quale si può ragionevolmente ritenere che si verificherà e se ii) è sufficientemente specifica da permettere di trarre conclusioni sul possibile effetto di detto complesso di circostanze o di detto evento sui prezzi degli strumenti finanziari o del relativo strumento finanziario derivato, dei contratti a pronti su merci collegati o dei prodotti oggetto d'asta sulla base delle quote di emissioni.

Per informazione che, se comunicata al pubblico, avrebbe probabilmente un effetto significativo sui prezzi degli strumenti finanziari, degli strumenti finanziari derivati, dei contratti a pronti su merci collegati o dei prodotti oggetto d'asta sulla base di quote di emissioni, s'intende un'informazione che un investitore ragionevole probabilmente utilizzerebbe come uno degli elementi su cui basare le proprie decisioni di investimento (art. 7, comma 4).

Al fine di supportare l'attuazione della MAR, l'ESMA (Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati) pubblica orientamenti e stabilisce un elenco indicativo e non esaustivo delle informazioni che ragionevolmente si prevede siano pubblicate o che devono essere obbligatoriamente pubblicate in conformità alle disposizioni legislative o regolamentari secondo il diritto dell'Unione Europea o nazionale, delle regole di mercato, dei contratti e della prassi di mercato.

Il 13 ottobre 2017 la Consob, ha emanato le Linee Guida in materia di "Gestione delle Informazioni privilegiate", fornendo indicazioni operative di dettaglio per facilitare la corretta interpretazione e applicazione delle disposizioni normative della MAR. In particolare, le Linee Guida forniscono un modello di riferimento per l'emittente e chiariscono agli operatori come comportarsi nel processo di gestione dell'informativa e nella redazione dell'*Insider List*.

2018

1. Governance
2. Trasparenza
3. Governance e trasparenza secondo investitori istituzionali e società AIM
- 4. Appendice**

Voluntary disclosure

Il contenuto dell'art. IA.2.6.6 delle Istruzioni al Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana disciplina il contenuto minimo dei comunicati contenenti dati previsionali o obiettivi quantitativi. Il testo del comunicato contiene almeno i seguenti elementi:

- la precisazione che i dati prospettici siano vere e proprie previsioni o obiettivi strategici stabiliti nell'ambito della programmazione aziendale;
- l'illustrazione delle principali ipotesi che hanno condotto alla formulazione dei dati prospettici con particolare riferimento alle ipotesi di crescita, ai tassi di cambio, alla situazione del mercato di riferimento, segnalando quelle che riguardano fattori al di fuori del proprio controllo;
- le eventuali modifiche di precedenti stime comunicate al pubblico dalla società.

Se nel comunicato sono utilizzati "indicatori alternativi di performance" si deve tener conto di quanto indicato nella raccomandazione degli orientamenti ESMA/2015/1415 del 5 ottobre 2015.

Ulteriori informazioni sui principi che regolano la *voluntary disclosure* sono contenuti nel Principio 6 della Guida per l'informazione al mercato, secondo cui:

1. Per informazione previsionale si intende quella contenente dati previsionali relativi alla situazione patrimoniale, economica e finanziaria degli emittenti o gli obiettivi quantitativi della loro gestione. Essa deve contenere l'indicazione delle principali ipotesi sottostanti.
2. Qualora l'informazione previsionale sia espressa mediante indicatori specifici, schemi contabili o altri documenti di sintesi, gli emittenti assicurano, oltre alla continuità delle informazioni, anche la costanza dei contenuti informativi.
3. Quando l'informazione previsionale è contenuta in documenti informativi destinati al pubblico per disposizioni di legge e regolamentari, gli emittenti comunicano al mercato tale informazione al più tardi contestualmente alla pubblicazione dei medesimi documenti.
4. Gli emittenti verificano la coerenza tra l'informazione previsionale comunicata al mercato e la successiva informazione consuntiva o previsionale in loro possesso e non ancora comunicata al mercato. Essi comunicano al mercato senza indugio eventuali scostamenti significativi, illustrandone le ragioni.
5. Gli emittenti comunicano al mercato le proprie valutazioni riguardo a scostamenti significativi esistenti tra i "risultati attesi dal mercato" e i risultati attesi comunicati al mercato dagli emittenti stessi. Per "risultati attesi dal mercato" s'intende la valutazione di consenso sui risultati dell'emittente espressa dai soggetti che svolgono professionalmente attività di analisi sugli strumenti finanziari dell'emittente, in conformità alla migliore prassi internazionale.

ESG

Negli ultimi anni le tematiche di *Environmental, Social e Governance* (ESG) hanno costituito sempre di più un elemento caratterizzante le scelte di investimento degli investitori istituzionali. Ciò ha portato alla nascita di approcci di investimento di medio-lungo termine diversificati e spesso focalizzati sulla sostenibilità ambientale, l'impatto sociale e l'etica, secondo le logiche del *Sustainable Responsible Investment – SRI*.

La direttiva 2014/95/UE, attuata in Italia dal decreto legislativo 30 dicembre 2016, n. 254, ha introdotto a partire dall'esercizio 2017 nuovi obblighi di comunicazione per le imprese di grande dimensione, con particolare riferimento alle informazioni di carattere non finanziario.

1. Governance

2. Trasparenza

3. Governance e trasparenza secondo investitori istituzionali e società AIM

4. Appendice

La dichiarazione di carattere non finanziario (DNF) contiene informazioni relative ai seguenti ambiti: ambiente, comunità di riferimento, personale, rispetto dei diritti umani e lotta alla corruzione attiva e passiva. Le informazioni rispetto agli ambiti di cui sopra sono organizzate in due campi: *strategie aziendali* (modello aziendale di gestione e organizzazione dell'attività di impresa, politiche pratiche e risultati conseguiti, principali rischi); *impatto dell'attività della società* relativamente ai predetti ambiti (ad esempio utilizzo di risorse energetiche, con distinzione fra quelle prodotte da fonti rinnovabili e non rinnovabili, impiego di risorse idriche, emissioni di gas ad effetto serra e emissioni inquinanti, impatto sull'ambiente, sulla salute e sulla sicurezza associato ai principali fattori di rischio per l'impresa, gestione del personale e dei rapporti con le parti sociali, le misure adottate per prevenire la violazione dei diritti umani, ...).

Sono tenute alla redazione di una dichiarazione non finanziaria e, di conseguenza, alla pubblicazione di informazioni non finanziarie, le società che rientrano tra gli "enti di interesse pubblico" (ai sensi dell'art. 16 del decreto legislativo 27 gennaio 2010, n. 39) e contemporaneamente presentano determinate caratteristiche che le collocano tra le imprese di grande dimensione (art. 2, comma 1, del d.lgs. n. 254/2016) o siano società madri di un gruppo di grandi dimensioni (art. 2, comma 2, del d.lgs. n. 254/2016).

In sostanza sono quindi chiamate alla pubblicazione delle informazioni non finanziarie tutte le società italiane quotate sui mercati regolamentati d'Italia o dell'Unione Europea, a condizione che nell'esercizio di riferimento abbiano avuto in media un numero di dipendenti superiore a 500 e al contempo, alla chiusura del bilancio, abbiano realizzato in alternativa almeno una delle due seguenti condizioni:

- 1) abbia raggiunto un totale dello stato patrimoniale di 20 milioni di euro;
- 2) abbia registrato un totale di ricavi netti delle vendite e delle prestazioni di 40 milioni di euro.

Lingua inglese

Secondo l'articolo 30 del Regolamento Emittenti AIM, la società "deve scegliere al momento dell'ammissione" se utilizzare "l'Italiano o l'Inglese come regime linguistico per le comunicazioni al pubblico e nessuna modifica alla lingua scelta può essere effettuata senza il consenso degli azionisti". L'adozione dell'inglese facilita il dialogo con gli investitori internazionali ampliando la diffusione dell'informativa anche all'estero, tuttavia, le società AIM Italia raramente comunicano in inglese, limitando in parte le interazioni rispetto a un target di investitori potenzialmente più ampio.

Predisporre l'informativa economico-finanziaria anche in inglese, nonché renderla disponibile sul sito internet della società, è fra i principali requisiti di trasparenza per le società Star. L'articolo 2.2.3 del Regolamento dei Mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana (*Ulteriori requisiti per ottenere la qualifica di Star*), al comma 3 punto f) prevede per gli emittenti, al fine di ottenere e mantenere la qualifica di Star, l'obbligo di "rendere disponibile sul proprio sito Internet la relazione finanziaria annuale la relazione finanziaria semestrale, le informazioni finanziarie periodiche aggiuntive, nonché l'informativa di cui all'articolo 114, comma 1, 4 e 5, del Tuf e gli ulteriori elementi indicati da Borsa Italiana nelle Istruzioni. Le informazioni dovranno essere rese disponibili sul sito secondo il formato indicato da Borsa Italiana, anche in lingua inglese; le comunicazioni al pubblico di cui all'articolo 114, commi 1 e 4 del Testo unico della finanza nonché le eventuali integrazioni richieste da Consob ai sensi dell'articolo 114, comma 5 del Tuf devono essere diffuse al pubblico in lingua inglese contestualmente rispetto alle corrispondenti comunicazioni in italiano".

2018

1. Governance
2. Trasparenza
3. Governance e trasparenza secondo investitori istituzionali e società AIM
- 4. Appendice**

Coverage

Il *Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana* prevede solo per le società Star (articolo 2.3.5) l'obbligo di nominare l'operatore Specialista, che si impegna a produrre o far produrre a proprio nome almeno due ricerche (come definite nell'articolo 3, comma 1, numeri 34 e 35 del Regolamento (UE) n. 596/2014) all'anno concernenti l'emittente, da redigersi tempestivamente e secondo i migliori standard in occasione della pubblicazione dei risultati di esercizio e dei dati semestrali. Le ricerche devono essere pubblicate tempestivamente e comunque non oltre 30 giorni dall'approvazione del progetto di bilancio di esercizio e dei dati semestrali da parte dell'organo competente dell'emittente.

Da gennaio 2018 anche il Regolamento Emittenti AIM Italia ha introdotto alcune novità nei requisiti di ammissione e permanenza, prevedendo l'obbligatorietà della ricerca e richiedendo allo *Specialist* di produrre direttamente o di far produrre a soggetti specializzati indipendenti almeno due *equity research* durante l'anno. Nel dettaglio, secondo l'articolo 35 (Incarico a uno specialista e obblighi di ricerca), l'emittente AIM Italia deve mantenere in via continuativa uno specialista incaricato, che si impegna a produrre o far produrre almeno due ricerche (come definite nell'articolo 3, comma 1, numeri 34 e 35 del Regolamento (UE) n. 596/2014) all'anno concernenti l'emittente, da redigersi tempestivamente e secondo i migliori standard in occasione della pubblicazione dei risultati di esercizio e dei dati semestrali. Le ricerche devono essere pubblicate sul sito di Borsa Italiana tempestivamente e comunque non oltre un mese dall'approvazione dei dati contabili. L'obbligo di ricerca si applica limitatamente agli emittenti ammessi alle negoziazioni successivamente al 3 gennaio 2018. Tale obbligo non si applica alle società costituite con lo scopo di acquisizione di un business specifico ("SPAC") in quanto la ricerca sarà richiesta all'emittente AIM Italia risultante dalla *business combination*.