

UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI TRIESTE

SEDE AMMINISTRATIVA DEL DOTTORATO

Università degli Studi di Bologna, Università Commerciale Luigi Bocconi di Milano,
Università degli Studi di Firenze, Università degli Studi di Roma - La Sapienza,
Università degli Studi di Siena, Università degli Studi di Udine

SEDI CONSORZIATE

DOTTORATO DI RICERCA IN FINANZA AZIENDALE XVII CICLO

INFORMATIVA SOCIETARIA E INTERNAL DEALING: UNA VERIFICA EMPIRICA SUL MERCATO ITALIANO

Dottoranda

Barbara Petracci 177 CS

Relatore

Chiar.mo prof. Marco Bigelli
Università degli Studi di Bologna

Coordinatore del Dottorato

Chiar.mo prof. Maurizio Fanni
Università degli Studi di Trieste

Correlatore

Chiar.mo prof. Emanuele Bajo
Università degli Studi di Bologna

ANNO ACCADEMICO 2003/04

A Daniele

Un'altra tappa della mia vita si conclude.

Dopo aver conseguito la laurea dominava l'esigenza di propormi sul mondo del lavoro per concretizzare gli insegnamenti ricevuti durante gli anni trascorsi sui banchi di scuola e il desiderio di continuare a studiare e ad imparare.

Ha prevalso il secondo.

In questa occasione, vorrei ringraziare tutte le persone che con la loro presenza e con il loro affetto mi hanno sostenuto durante questi tre anni di Dottorato ed in particolare:

i professori **Sandro Sandri** e **Marco Bigelli** per la costante fiducia che mi hanno accordato in questi anni e per la pazienza con cui hanno incoraggiato i miei progressi accademici;

il professore **Emanuele Bajo** per la grande generosità con cui tra un impegno e l'altro ha sostenuto i miei primi passi incerti in qualità di programmatrice e il Dott. **Stefano Mengoli** per i suoi preziosi suggerimenti circa le modalità di esecuzione di una buona ricerca empirica;

l'intero **Gruppo di Finanza** dell'Università di Bologna e soprattutto i miei colleghi **Elena** e **Luca** con cui ho condiviso la continua ricerca di un piccolo spazio di scrivania su cui poter appoggiare il computer, le preoccupazioni di entrare in aule gremite di centinaia di studenti urlanti e tante chiacchiere più o meno "professionali";

la mia famiglia e, soprattutto, **i miei genitori** per la comprensione con cui, nonostante tante difficoltà, hanno accolto il desiderio della loro unica figlia di inseguire un sogno molto difficile da realizzare e per la loro premurosa presenza in occasione di ogni mia piccola grande scelta;

tutti i miei amici e soprattutto le mie compagne di appartamento **Elisa**, **Ivonne** e **Manuela** che ogni giorno al ritorno dall'ufficio mi hanno

permesso di trovare un ambiente accogliente e rilassante e di trascorrere ore piene di allegria e di sonore risate;

ed infine **Daniele** per il suo prezioso supporto informatico e, soprattutto, per la grande pazienza con cui mi ha aiutato a minimizzare le piccole e le grandi difficoltà incontrate in questo percorso formativo.

Dedico a lui questo elaborato.....in fondo questo *Dottorato di Ricerca* è anche un po' il suo.

Indice

Introduzione	3
1. INFORMAZIONE E INFORMATIVA SOCIETARIA	11
1.1. Diverse teorie economiche sull'informazione	11
1.2. La comunicazione d'impresa	21
1.3. Domanda e offerta di informazione societaria.....	25
1.4. Le caratteristiche dell'informativa societaria.....	29
2. L'EVOLUZIONE NORMATIVA IN ITALIA	35
2.1. L'intervento pubblico relativo all'informativa societaria	35
2.2. L'informativa societaria in Italia	38
2.3. La disciplina italiana in materia di assetti proprietari.....	51
2.4. L'evoluzione della disciplina italiana in materia di Insider Trading	55
2.4.1. L'attività svolta dalla Consob	63
2.5. La nuova disciplina sull'Internal Dealing.....	67
3. LA MARKET ABUSE DIRECTIVE	73
3.1. Le caratteristiche del processo di promulgazione della nuova normativa europea in materia di abusi di mercato	73
3.2. La nuova normativa europea in materia di abusi di mercato	75
3.3. Le misure di implementazione di Secondo Livello	85
3.4. Alcuni commenti sulla direttiva analizzata.....	88
4. UNA VISIONE COMPARATA DELLE NORMATIVE IN MATERIA DI INSIDER TRADING.....	91
4.1. I più importanti provvedimenti legislativi negli Stati Uniti d'America.....	91
4.2. I più importanti provvedimenti legislativi in Gran Bretagna.....	102
4.3. L'esperienza francese in materia di insider trading	110
4.4. L'esperienza giapponese in materia di insider trading	115
5. ALCUNE VERIFICHE EMPIRICHE.....	121
5.1. La letteratura americana in materia di Insider Trading.....	121
5.2. La letteratura oltre i confini americani.....	131
6. LA METODOLOGIA DI RICERCA	133
6.1. La raccolta dei dati e la selezione del campione.....	133
6.2. La metodologia	137
7. I PRINCIPALI RISULTATI.....	141
7.1. Alcune statistiche descrittive	141
7.2. L'analisi dei rendimenti anomali cumulati (Car).....	144
7.2.1. L'analisi della reazione del mercato	145
7.2.2. L'analisi delle performance di mercato successive alle transazioni realizzate dagli insider	146
7.3. L'analisi delle strategie di portafoglio adottate dagli insider.....	149
7.4. L'analisi di regressione	150
Conclusioni	183
Bibliografia	189

Introduzione

Dal 1961, anno in cui *Stigler* pronunciava la celebre frase “*L’informazione occupa i bassifondi della città della teoria economica*”, la letteratura sull’informazione si è notevolmente sviluppata affrontando molteplici tematiche come l’incertezza, l’asimmetria informativa, lo schema principale-agente, i mercati efficienti e le aspettative.

Fino agli anni sessanta la teoria economica attribuiva ai soggetti comportamenti passivi relativamente alla scarsità delle conoscenze; essi erano esclusivamente capaci di adattarsi all’incertezza caratterizzante le variabili rilevanti per le loro decisioni. Solo successivamente la teoria economica ipotizza che gli individui pongano in atto comportamenti finalizzati all’acquisizione e all’elaborazione di informazioni ed inizia a studiare le conseguenze legate ad una distribuzione eterogenea delle stesse. I primi due approcci sviluppati in tale direzione sono noti rispettivamente con il nome di *Economia dell’Incertezza* e di *Economia dell’Informazione*. Il secondo metodo, che indaga specificatamente le modalità attraverso cui la disponibilità di informazioni può influenzare le decisioni degli agenti economici, si differenzia dal primo per l’ipotesi alla sua base secondo cui l’informazione non è più data e comune a tutti ma asimmetrica all’interno dello stesso mercato.

Un terzo filone di studi denominato *Teoria dell’Agenzia* definisce con maggior dettaglio la situazione di asimmetria informativa: essa è presente quando *l’informazione completa prevale su di un lato del mercato (ad esempio, l’offerta) mentre l’informazione incompleta caratterizza l’altro lato (ad esempio, la domanda) ossia quando alcuni soggetti dispongono di informazioni che altri non hanno* (Philips, 1988). In un mercato con queste caratteristiche l’informazione fluisce in modo endogeneo e, influenzando le decisioni di scambio degli individui meglio informati, tende a riflettersi nel prezzo di mercato, oggetto di analisi da parte di quelli meno informati.

Un successivo approccio della teoria dell’informazione è quello basato sul concetto di mercato efficiente in senso informativo, introdotto da *Fama* nel 1970. Secondo tale autore *un mercato dei capitali è*

informativamente efficiente se stabilisce i prezzi correttamente (secondo la legge di equilibrio determinata dal comportamento di investitori razionali) utilizzando in ciascun momento tutta l'informazione disponibile. In realtà, per essere verificata, la cosiddetta *Efficient Capital Market Hypothesis* (ECMH) richiede semplicemente che i prezzi dei titoli trattati nel mercato analizzato si comportino come se domanda e offerta riflettessero il comportamento di individui razionali massimizzanti la propria utilità attesa e capaci di considerare pienamente e tempestivamente tutte le informazioni disponibili.

Infine, si è sviluppato il filone letterario basato sulle cosiddette *aspettative razionali* secondo cui in un mercato, in ogni istante, gli investitori sulla base delle informazioni a loro disposizione formulano relativamente ai prezzi futuri aspettative a priori, destinate poi ad influenzare le loro strategie d'investimento e disinvestimento e i prezzi dei momenti successivi.

Il concetto di informazione appena descritto nelle sue diverse accezioni gioca un ruolo di primaria importanza nell'ambito dell'impresa, identificabile come un *sistema aperto* caratterizzato al suo interno dalla presenza di fenomeni, principi e concetti legati tra loro da relazioni di interdipendenza, e legato per vari vincoli ad altri sistemi o fenomeni detti *ambiente*. In questo specifico contesto la comunicazione di informazioni si sviluppa su due piani: uno interno all'impresa stessa e l'altro esterno ad essa.

Relativamente al primo aspetto, l'impresa può essere rappresentata come un insieme di capacità umane, organizzate in strutture articolate e dotate di ampia autonomia decisionale in ambito gestionale. La comunicazione interna risponde, quindi, all'esigenza di creare una cultura aziendale costituita da valori, obiettivi, progetti e visioni comuni ossia svolge un ruolo formativo prima che informativo basato sulla diffusione dei valori-guida e dei valori professionali necessari all'organizzazione.

Relativamente al secondo aspetto, qualsiasi azienda non riconosce la sua ragione d'essere nell'ambito della propria struttura interna ma nel suo interagire con l'esterno. L'impresa instaura rapporti con numerosi altri sistemi che possono essere sia di tipo aziendale grazie ai rapporti attivati

dai diversi ordini economici sia di tipo sociale ed ecologico grazie all'impatto prodotto in tali ambiti dalle strategie adottate. Risulta immediato, poi, comprendere come il successo di quest'ultime dipenda dal grado di accettazione e di apprezzamento manifestato dall'ambiente esterno nei confronti delle decisioni dell'azienda e della cultura a cui la stessa si ispira.

In generale, data l'importanza rivestita dall' informativa societaria (sia interna che esterna) per una pluralità di soggetti aventi attese di conoscenza parzialmente divergenti, la sua funzione non è univocamente determinata. Nonostante l' informativa societaria debba essere credibile, tempestiva e completa, la quantità e la qualità delle informazioni offerte possono variare secondo il contesto istituzionale entro cui si sviluppano le relazioni contrattuali tra le diverse classi d'interesse. Quest'ultimo è determinato sia dal grado di intervento pubblico deciso dal paese oggetto di studio sia dal modello di *corporate governance* dominante in esso. In Italia la struttura proprietaria delle imprese è dominata da un gruppo familiare che, direttamente o indirettamente, detiene il controllo e il conflitto tra manager ed azionisti tipico delle *public company* americane si trasforma nel conflitto tra gli azionisti di maggioranza e quelli di minoranza. Inizialmente, a parte l'istituzione di blande norme a tutela delle minoranze azionarie e dei creditori, nel nostro paese l'interesse alla riservatezza degli affari sociali espresso dal gruppo di comando tendeva a prevalere sulle attese di conoscenza delle diverse classi d'interesse, interne ed esterne. A partire solo dagli anni '60 inizia una lunga fase di rinnovamento della materia in esame, caratterizzata da una crescente attenzione sia per l' informativa periodica rappresentata essenzialmente dal bilancio d'esercizio (conto economico e stato patrimoniale) sia per l' informativa continua. Nell'ambito di tale processo gioca un ruolo fondamentale l'entrata in vigore del *Decreto Legislativo n°58/98* e, in particolare, degli artt.117, 114, 115 e 120. Attraverso l'art.117, la normativa in esame ha riformato la disciplina del bilancio consolidato per le società per azioni quotate nei mercati regolamentati o dell'Unione Europea e per gli emittenti strumenti finanziari quotati anche in mercati extra-europei. Il secondo ed il terzo articolo citati, invece, dettano le

regole relative alla tempestiva comunicazione rispettivamente al pubblico e alla Consob dei cosiddetti *fatti rilevanti*. La disposizione più importante è senza dubbio il primo articolo, il cui primo comma stabilisce, per la prima volta a livello legislativo, l'obbligo a carico degli emittenti quotati e dei soggetti che li controllano di informare il pubblico sui fatti *price-sensitive* che li riguardano ossia sui fatti relativi alla loro sfera di attività "*non di pubblico dominio e idonei, se resi pubblici, ad influenzare sensibilmente il prezzo degli strumenti finanziari*". Infine, ai sensi dell'art.120 del decreto in esame coloro che partecipano in una società quotata in misura superiore al 2% del capitale devono darne comunicazione sia alla società partecipata sia alla Consob.

Perseguendo l'obiettivo di accrescere la fiducia dei risparmiatori sull'efficienza e sulla correttezza del mercato, la disciplina dell'informazione continua appena descritta si propone anche di prevenire il cosiddetto fenomeno dell'*insider trading*, a cui peraltro è espressamente dedicato il Capo IV del Titolo III del Testo Unico stesso. In particolare, attraverso l'imposizione della tempestiva diffusione di informazioni essa tende a realizzare una situazione di pari opportunità tra i diversi operatori e a ridurre quell'asimmetria informativa presente sul mercato finanziario di cui l'*insider trading* rappresenta l'aspetto deteriore. Nonostante questo, nei primi anni di questo millennio il continuo verificarsi su scala internazionale di clamorosi scandali ha diffuso nell'ambito dei principali mercati mobiliari, compreso quello italiano, l'esigenza di una nuova regolamentazione capace di garantire mercati più efficienti e più trasparenti. Lo scandalo più famoso è quello della società americana di trading energetico Enron i cui dirigenti avevano provveduto a vendere le azioni della loro società poco prima che fossero diffuse le notizie sul dissesto, salvando in questo modo i loro patrimoni a danno della generalità degli investitori. In questa circostanza gli Stati Uniti non hanno fatto attendere la loro reazione e, attraverso la *Sarbanes-Oxley Act*, hanno irrigidito le norme sulle compravendite di titoli societari da parte di manager e grandi azionisti (*Internal Dealing*).

Anche in ambito europeo il caso Enron ha suscitato molto scalpore e, unitamente all'intenso sviluppo di nuovi prodotti finanziari e alla rapida

evoluzione tecnologica, ha sottolineato la necessità di rinnovare il quadro normativo entrato in vigore dieci anni fa, rappresentato dalla Direttiva n°89/592. Il risultato finale di questo processo innovativo è la formulazione della cosiddetta *Market Abuse Directive*, entrata in vigore il 12 Aprile 2004 e orientata a favorire l'integrità del mercato e l'implementazione in ambito europeo di regole comuni contro i reati di abuso di mercato. Per quel che riguarda il nostro paese, nonostante la nuova direttiva europea non sia stata ancora implementata, la normativa in vigore secondo cui l'internal dealing doveva essere reso noto una volta all'anno, all'interno della relazione sulla gestione allegata al bilancio, è stata sostituita dal Titolo 2.6 (Obblighi degli emittenti) del *Regolamento dei Mercati Organizzati e Gestiti da Borsa Italiana S.p.A.*, deliberato dall'assemblea di Borsa Italiana del 29 Aprile 2002 e approvato con *Delibera Consob n°13655* del 9 Luglio 2002. A differenza di quella in materia di insider trading, la norma in esame non si pone come una disciplina penale che prevede fattispecie di reato, ma come una regola di comportamento imposta dal soggetto gestore del mercato. La norma in esame, in particolare, si propone di conciliare richieste contrapposte: da una parte, per colmare un vuoto normativo, stabilisce gli obblighi di comunicazione al pubblico nel caso di transazioni effettuate dagli insider e dall'altra, per evitare una regolamentazione troppo pervasiva e pesanti procedure amministrative, lascia ampio spazio all'autodisciplina. A tal fine, ha posto a capo delle società quotate a partire dal 1° Gennaio 2003 l'obbligo di redigere un codice di comportamento diretto ad individuare le "persone rilevanti", a disciplinare i flussi informativi delle stesse e le tempistiche di divulgazione di tali contenuti.

Relativamente a quest'ultimo aspetto, sono previsti due tipi di comunicazione, quella trimestrale e quella immediata. La comunicazione di operazioni di ammontare compreso tra 50.000 euro e 250.000 euro deve essere periodica, ossia compiuta il decimo giorno di borsa aperta successivo alla chiusura del trimestre solare di riferimento. La comunicazione di operazioni di ammontare superiore a 250.000 euro deve, invece, essere immediata e compiuta senza indugio. In particolare, Borsa Italiana dispone che l'emittente comunichi l'avvenuta transazione

entro tre giorni di borsa aperta dalla data della stessa, anche se concede piena autonomia relativamente ai tempi interni ossia non specifica nulla in merito alla comunicazione dell'operazione da parte della persona rilevante alla società.

A questo punto, possiamo specificare che proprio le comunicazioni di *Internal Dealing* ricevute da Borsa Italiana durante il primo anno di applicazione del regolamento ora descritto rappresentano la fonte principale dei dati di questa ricerca. In particolare, realizzando sia un'analisi di tipo Event Study sia un'analisi basata sulle strategie di portafoglio poste in essere dagli insider, questo studio, grazie ai 680 avvisi raccolti, persegue due obiettivi principali: da una parte, si propone di esaminare il potenziale contenuto informativo riconosciuto dal mercato alle transazioni compiute dagli insider; dall'altra si propone di verificare gli eventuali miglioramenti che il *Regolamento dei Mercati Organizzati e Gestiti da Borsa Italiana S.p.A.* ha apportato in termini di efficienza in senso forte del mercato italiano.

Infine, per una migliore lettura di questa elaborato ne indichiamo la struttura.

Il primo capitolo delinea una panoramica generale sulle diverse teorie aventi ad oggetto il concetto di informazione e descrive dettagliatamente le principali caratteristiche dell'informativa societaria e dei soggetti coinvolti nel processo di produzione e di apprendimento della stessa.

Il secondo capitolo propone l'evoluzione della normativa italiana in materia di informativa societaria, focalizzando particolarmente l'attenzione sulla disciplina relativa agli assetti proprietari, al fenomeno dell'insider trading e a quello molto simile dell'internal dealing.

Il terzo capitolo specifica le diverse fasi del processo di promulgazione e gli aspetti più rilevanti della Market Abuse Directive, la nuova direttiva europea emanata nell'ambito della lotta contro i reati di abuso di mercato.

Il quarto capitolo offre una visione comparata delle normative in materia di insider trading adottate nei principali paesi sviluppati: Stati Uniti d'America, Gran Bretagna, Francia e Giappone.

Il quinto capitolo illustra alcune verifiche empiriche compiute nei paesi anglosassoni in relazione alle diverse forme di efficienza accertate nei

diversi mercati finanziari, i cui risultati hanno rappresentato un punto di riferimento per le diverse normative emanate contro l'abuso di informazioni privilegiate.

Il sesto capitolo indica le modalità secondo cui abbiamo condotto questa ricerca, specificando le diverse fasi del processo di selezione del campione e le caratteristiche principali delle diverse metodologie di analisi scelte.

Infine, il settimo ed ultimo capitolo commenta ampiamente i risultati ottenuti nell'ambito della verifica empirica realizzata.

Capitolo Uno

INFORMAZIONE E INFORMATIVA SOCIETARIA

1.1. Diverse teorie economiche sull'informazione

Dal 1961, anno in cui *Stigler* pronunciava la celebre frase “*L'informazione occupa i bassifondi della città della teoria economica*”, la letteratura sull'informazione si è notevolmente sviluppata affrontando molteplici tematiche come l'incertezza, l'asimmetria informativa, lo schema principale-agente, i mercati efficienti e le aspettative.

Fino agli anni sessanta la teoria economica attribuiva ai soggetti comportamenti passivi relativamente alla scarsità delle conoscenze; essi erano esclusivamente capaci di adattarsi all'incertezza caratterizzante le variabili rilevanti per le loro decisioni. Solo successivamente la teoria economica ipotizza che gli individui pongano in atto comportamenti finalizzati all'acquisizione e all'elaborazione di informazioni ed inizia a studiare le conseguenze legate ad una distribuzione eterogenea delle stesse. I primi due approcci sviluppati in tale direzione sono noti rispettivamente con il nome di *Economia dell'Incertezza* e di *Economia dell'Informazione*. Il secondo metodo, che indaga specificatamente le modalità attraverso cui la disponibilità di informazione può influenzare le decisioni degli agenti economici, si differenzia dal primo per l'ipotesi alla sua base secondo cui l'informazione non è più data e comune a tutti ma asimmetrica all'interno dello stesso mercato.

Un terzo filone di studi denominato *Teoria dell'Agenzia* definisce esattamente la situazione di asimmetria informativa: essa è presente quando *l'informazione completa prevale su di un lato del mercato (ad esempio, l'offerta) mentre l'informazione incompleta caratterizza l'altro lato (ad esempio, la domanda) ossia quando alcuni soggetti dispongono di informazioni che altri non hanno* (Philips, 1988). In un mercato con queste caratteristiche l'informazione fluisce endogenamente e,

influenzando le decisioni di scambio degli individui meglio informati, tende a riflettersi nel prezzo di mercato, oggetto di analisi da parte di quelli meno informati.

L'asimmetria informativa si può manifestare *ex-ante* o *ex-post* e può dare luogo rispettivamente a fenomeni di *selezione avversa* o di *azzardo morale*. Nonostante gli sviluppi successivi di entrambi gli schemi siano stati molto ampi, intendiamo analizzare l'ambito della loro formulazione originaria: il mercato assicurativo.

Relativamente alla prima situazione, dal momento che le compagnie di assicurazione non sono in grado per impossibilità reale o a causa di costi troppo elevati di verificare l'appartenenza effettiva ad una specifica classe di rischio dei singoli clienti, offrono una polizza che riflette solo la probabilità media di tutti gli individui di subire un danno. In tali condizioni è possibile che i soggetti con un basso profilo di rischio considerino eccessivo il premio fissato ed abbandonino il mercato, dove può innescarsi un processo di selezione avversa attraverso cui l'esclusiva presenza degli individui ad alto profilo di rischio determina alla fine la chiusura del mercato stesso. Nel modello formulato da *Rothschild e Stiglitz* nel 1976 non esiste alcun equilibrio in presenza solo di due classi di rischio che pagano lo stesso premio (*pooling equilibrium*). Al fine di aggirare il problema, le compagnie di assicurazione possono prevedere il pagamento di premi di valore inferiore per i soggetti disposti a pagare maggiori franchigie ed il mercato può raggiungere il cosiddetto equilibrio di separazione (*separating equilibrium*). Nonostante questo, gli autori sottolineano la possibilità dell'assenza di qualsiasi tipo di equilibrio nel caso in cui la proporzione degli individui ad alto profilo di rischio sia particolarmente elevata.

In seguito, nel 1970, *Akerlof* per la prima volta suggerisce di estendere il meccanismo della selezione avversa a tutti quei mercati i cui beni e servizi non sono omogenei e dove solo uno dei due lati del mercato conosce la qualità del bene di scambio. Nell'ambito del suo modello il mercato analizzato è quello delle auto usate, per definizione indistinguibili, e il lato che dispone del vantaggio informativo è quello dell'offerta. Se il prezzo rappresenta per il lato della domanda l'unico

veicolo informativo e riflette la qualità media, può innescarsi un processo molto simile a quello che si verifica sul mercato assicurativo. Nel caso in cui il prezzo non raggiunga un livello soddisfacente per i venditori delle auto di migliore qualità, quest'ultimi si ritireranno dal mercato, il prezzo diminuirà e i compratori potranno percepire una riduzione della qualità. A questo punto, il prezzo che essi sono disposti a pagare si ridurrà così come la qualità del bene offerto. Alla fine, sul mercato saranno presenti solo le auto di peggiore qualità e l'equilibrio si rivelerà inesistente. Questa conclusione è, però, incompleta in quanto il modello di Akerlof trascura la possibilità per gli individui informati di segnalare la qualità dei beni o servizi in loro possesso ossia la convenienza per i proprietari delle auto migliori di fornire certificati di garanzia capaci di attestare il buono stato delle loro auto. In generale, l'invio di specifici segnali rappresenta uno dei mezzi maggiormente utilizzati per risolvere i problemi indotti dalla selezione avversa. Dal momento che tutti, anche coloro in possesso di beni di minor qualità, possono essere incentivati a tale azione, il lato del mercato privo del vantaggio informativo deve dare luogo a processi capaci di discriminare il diverso livello della qualità dei segnali; ad esempio, può fissare un livello di segnale tale che la sua emissione sia onerosa per i soggetti in possesso di beni di qualità inferiore. Nel caso in cui il livello fissato determina la coincidenza tra le scelte di segnale del lato informato e le aspettative sulla qualità da parte del lato non informato, il mercato, come dice *Spence* (1973), raggiunge l'equilibrio informativo o di segnale.

Per quel che riguarda l'informazione societaria, oggetto di questa ricerca, la relazione tra il soggetto economico d'impresa (gruppo di comando e/o management) ed i finanziatori a titolo di credito rappresenta una tipica circostanza in cui possono innescarsi fenomeni di selezione avversa e/o di azzardo morale, la cui importanza può essere contenuta grazie alla disponibilità di un maggiore flusso di informazioni. Le due funzioni (*di rendiconto* e *informativa*) comunemente attribuite all'informazione societaria rispondono proprio a questa esigenza: l'informazione societaria svolge una funzione informativa nel caso in cui garantisce *ex-ante* ai creditori (principale) la possibilità di compiere scelte razionali di

investimento e disinvestimento, mentre svolge una funzione di rendiconto nel caso in cui offre l'opportunità di controllare *ex-post* le decisioni effettuate dal soggetto economico. In altre parole, la prima funzione è legata alle situazioni di selezione avversa appena analizzate mentre la seconda alle situazioni di azzardo morale che intendiamo ora descrivere. Nell'ambito del rischio morale i livelli di qualità dei prodotti non differiscono inizialmente ma possono essere modificati *ex-post* dagli stessi proprietari senza che l'altro lato del mercato ne sia consapevole. Ancora una volta, al fine di comprendere meglio possiamo considerare il mercato assicurativo e, in particolare, una compagnia di assicurazione che propone una polizza contro gli incendi. Gli individui che, ad esempio, decidono di stipulare la polizza e di mettere in atto comportamenti preventivi (non fumare nell'autorimessa) per ridurre la probabilità che l'incendio si verifichi dovrebbero concordare con la compagnia di pagare un premio più basso.

In condizioni d'informazione completa, poiché la compagnia è in grado di verificare i comportamenti prudenti posti in essere dagli assicurati e, in base a tale verifica, di differenziare l'importo da pagare, si ottiene una ripartizione ottimale del rischio tra le due controparti ossia una soluzione di *first best*.

In condizioni d'informazione incompleta, al contrario, poiché la compagnia non è in grado di verificare i comportamenti prudenti scelti dagli assicurati, può fissare il pagamento di un premio unico, che, però, disincentiva l'adozione di qualsiasi misura preventiva. La compagnia di assicurazione deve, invece, proporre un contratto capace di rendere più profittevole un comportamento prudente rispetto ad uno incauto. In altre parole, essa deve fornire un'assicurazione non completa in modo tale che il rischio di perdita di utilità legato alla minore copertura in caso di incendio causato da un comportamento imprudente sia superiore al costo legato alle misure preventive. Questa è, evidentemente, una soluzione di *second best*.

Un ulteriore approccio della teoria dell'informazione è quello basato sul concetto di mercato efficiente in senso informativo, introdotto da *Fama* nel 1970. Secondo tale autore *un mercato dei capitali è informativamente*

*efficiente*¹ se stabilisce i prezzi correttamente (secondo la legge di equilibrio determinata dal comportamento di investitori razionali) utilizzando in ciascun momento tutta l'informazione disponibile. In realtà, per essere verificata la cosiddetta *Efficient Capital Market Hypothesis*, ECMH, richiede semplicemente che i prezzi dei titoli trattati sul mercato analizzato si comportino come se domanda e offerta riflettessero il comportamento di individui razionali massimizzanti la propria utilità attesa e capaci di considerare pienamente e tempestivamente tutte le informazioni disponibili. Nonostante tale ipotesi sia stata oggetto di numerosi studi successivi, consideriamo la sua definizione originaria che è la seguente:

$$E(P_{j,t+1}|\Theta_t)+E(D_{j,t+1}|\Theta_t)=[1+E(R_{j,t+1}|\Theta_t)]*P_{j,t}$$

dove:

Θ_t = informazione disponibile all'istante t,

$E(\dots)$ = valore atteso di (...),

$P_{j,t+1}$ = prezzo incerto del titolo j all'istante (t+1),

$D_{j,t+1}$ = dividendo relativo al titolo j distribuito all'istante (t+1),

$R_{j,t+1}=(P_{j,t+1}-P_{j,t})/P_{j,t}$ = saggio di rendimento uniperiodale del titolo j.

Nel contesto appena descritto gli investitori acquistano e vendono titoli a prezzi mediamente equi e non devono né temere di acquistarli sottovalutati né sperare di venderli sopravvalutati.

Secondo Fama le condizioni sufficienti, ma non necessarie, affinché si possa parlare di efficienza sono:

- a) assenza di costi di transazione;
- b) accessibilità a costo zero a tutte le informazioni disponibili per ogni operatore del mercato;

¹ Sono necessarie alcune precisazioni. In primo luogo, un mercato informativamente efficiente non sempre è caratterizzato anche da altri attributi ugualmente noti con il termine "efficienza" come l'efficienza paretiana o l'efficienza di Markowitz.

In secondo luogo, in tale ambito il termine efficienza comprende sia il concetto di efficienza valutativa relativo alla capacità del mercato di riflettere i valori intrinseci nei prezzi sia quello di efficienza informativa relativo all'impossibilità di sfruttare informazioni private per ottenere extra-profitti.

- c) omogeneità delle aspettative dei partecipanti al mercato circa le implicazioni delle informazioni per il prezzo corrente e per le distribuzioni dei prezzi futuri.

Inoltre, Fama specifica tre diversi insiemi di informazioni cui corrispondono altrettante forme di efficienza: quella debole, quella semi-forte e quella forte. Nel primo caso l'insieme di informazioni disponibile, Θ_t , è rappresentato dalle serie storiche dei prezzi dei titoli. Nel secondo caso lo stesso insieme comprende non solo i prezzi passati dei titoli ma anche le informazioni pubblicamente disponibili. Nel terzo caso Θ_t è dato dall'insieme di tutte le informazioni di cui qualsiasi operatore di mercato può disporre, siano esse pubblicamente disponibili oppure in possesso solo di alcuni individui.

Se, tuttavia, si ammette che alcuni soggetti dispongano di maggiori informazioni o di una migliore capacità di interpretare i segnali provenienti dal mercato, è necessario assumere che tale vantaggio informativo possa essere il risultato delle risorse dagli stessi investite nell'ampliamento delle loro conoscenze. Sull'idea dell'informazione come bene economico la cui produzione determina un sostenimento di costi si basa il cosiddetto paradosso di *Grossman e Stiglitz (1976)*.

L'oggetto del modello di questi due autori è un mercato finanziario molto semplice, caratterizzato dalla presenza della moneta e di un solo tipo di titolo con rendimento variabile stocasticamente. Alcuni investitori decidono di sostenere un dato costo per ottenere maggiori informazioni sulla redditività del titolo attraverso l'analisi dei bilanci delle imprese, anche se sono consapevoli che le informazioni ottenute riducono solo in parte l'incertezza insita nel mercato. I rimanenti investitori decidono, invece, di non acquisire alcuna informazione ulteriore e di osservare soltanto il prezzo di mercato. In tale ambito il sostenimento di costi per ottenere maggiori informazioni non ha alcuna convenienza: i soggetti meno informati sono in grado, tramite l'osservazione del prezzo, di inferire tutta la conoscenza di quelli più informati. Un aumento di prezzo indica, infatti, che la domanda del titolo è aumentata in quanto proprio gli individui più informati prevedono che il rendimento del titolo migliorerà; e viceversa accade in presenza di una diminuzione di prezzo. I movimenti

del prezzo rendono, quindi, pubblica l'informazione privata e l'unico equilibrio possibile è quello in cui nessuno è informato. In corrispondenza di tale equilibrio, però, il prezzo perde il suo potere informativo, il sostenimento di costi per ottenere informazioni diventa conveniente e si crea un ragionamento circolare che determina l'assenza di qualsiasi equilibrio di mercato.

Grossman e Stiglitz suggeriscono come possibile soluzione al paradigma il carattere stocastico dell'offerta del titolo ossia l'incapacità del sistema dei prezzi di rivelare tutta l'informazione. Sotto tale ipotesi, dal momento che l'aumento di prezzo può indicare sia una variazione del rendimento del titolo sia una riduzione dell'offerta, i soggetti informati possono conservare il loro vantaggio informativo e un equilibrio risulta determinato. La principale conclusione cui perviene l'approccio ora proposto è l'incapacità del sistema dei prezzi di essere pienamente informativo ossia di soddisfare l'ipotesi di efficienza in senso forte secondo cui tutti i prezzi dei titoli riflettono pienamente e tempestivamente l'intero *set* di informazioni disponibili. In altre parole, gli investitori agiscono indipendentemente, assumono decisioni individuali sulla produzione di informazioni e le rivelano al pubblico solo indirettamente attraverso le proprie negoziazioni. A questo proposito, è opportuno precisare, però, che il tentativo dei due autori di invalidare la definizione di efficienza proposta da Fama non risulta convincente poiché la comunicazione pubblica si verifica in conseguenza non solo dell'azione indipendente dei singoli ma anche del ruolo giocato dalle istituzioni, completamente trascurato dal modello. In primo luogo, le imprese si impegnano volontariamente tramite i propri statuti societari a produrre e a diffondere le informazioni al pubblico, azionisti effettivi e potenziali compresi. In secondo luogo, i requisiti per la quotazione di borsa impongono tipicamente la divulgazione tempestiva dei fatti rilevanti all'intero mercato. In terzo luogo, gli amministratori hanno nei confronti degli azionisti responsabilità fiduciarie che stabiliscono comportamenti corretti e trasparenti.

Oltre al paradosso di Grossman e Stiglitz, alle teorie di Fama è stata mossa una seconda critica, che mette in discussione la capacità degli

individui di massimizzare la loro utilità ossia di valutare i flussi informativi in modo pienamente razionale. Gli studiosi dei processi cognitivi affermano che i soggetti tendono a compiere tipici errori in presenza di decisioni da prendere in condizioni di incertezza, interpretabili come limiti costituzionali innati nel processo decisionale individuale. Nonostante tali errori possano essere corretti, se scoperti, con l'acquisizione di esperienza (come potrebbe verificarsi all'interno dei meccanismi di mercato che determinano situazioni ripetitive) non è detto che i processi cognitivi siano in grado di garantire un perfetto grado di razionalità dei propri partecipanti.

L'ipotesi di efficienza è stata soggetta non solo alle critiche provenienti dalle due considerazioni teoriche ora esposte ma anche a quelle provenienti da alcune verifiche empiriche effettuate soprattutto negli anni '80. In primo luogo, nella misura dei rendimenti storicamente realizzati sono emerse regolarità, denominate *anomalie*, in corrispondenza di determinate circostanze. Un tipico esempio è fornito dalle cosiddette anomalie stagionali, rappresentate da rendimenti che tendono ad essere maggiori o minori della media al verificarsi di determinate ricorrenze del calendario. A questo proposito, ricordiamo l'*effetto Gennaio* dato da rendimenti storici mediamente più elevati in tale mese, l'*effetto weekend* dato da rendimenti misurati su base giornaliera mediamente più elevati il giorno di Venerdì e l'*effetto metà del mese* dato dalla precedente condizione registrata nella prima metà di ogni mese. Ulteriori esempi di evidenze anomale sono rappresentati dall'*effetto dimensione* determinato dai rendimenti maggiori ottenuti dai titoli delle imprese di piccola dimensione rispetto a quelli appartenenti alle imprese di grandi dimensioni e dall'*effetto prezzo/utili* che suggerisce di investire sui titoli caratterizzati da un valore estremamente basso del multiplo indicato. Secondo alcuni autori, quest'ultimi due effetti uniti all'effetto Gennaio sono la rappresentazione di uno stesso fenomeno, interpretabile attraverso l'analisi della normativa fiscale. In molti paesi i *capital gain* delle persone fisiche sono tassati sulla base dell'anno solare e simmetricamente, ossia anche le perdite da negoziazione possono essere fiscalmente detratte. A fine anno a causa della tendenza di realizzare i

titoli caratterizzati da un andamento decrescente gli investitori esercitano una temporanea pressione sui prezzi di quest'ultimi, che sono, quindi, destinati ad aumentare nel mese di Gennaio. Poiché a causa del maggior rischio specifico cui sono soggette sperimentano facilmente cali di prezzo e poiché per la maggior parte sono possedute da investitori privati, soprattutto le imprese più piccole sono caratterizzate da questo fenomeno. La seconda evidenza empirica contro l'ipotesi di efficienza sottolinea la maggiore volatilità presentata dai corsi azionari rispetto alle variabili che dovrebbero determinarli quali il prodotto nazionale lordo, l'offerta di moneta e i prezzi delle merci. L'ipotesi di *Eccessiva Volatilità* verificata per i corsi azionari nega la capacità degli stessi di rappresentare la previsione ottimale del flusso attualizzato dei dividendi in un orizzonte infinito, data l'informazione disponibile in quel momento. I test econometrici ideati si sono proposti di verificare il comportamento dei prezzi in qualità di previsori efficienti in senso statistico analogamente a come si potrebbero verificare ex-post le proprietà delle previsioni delle temperature del giorno successivo fornite da una certa stazione meteorologica. Si definisca, ad esempio, P_t la previsione effettuata il giorno t della temperatura del giorno successivo, indicata come P_t^* . Nell'ipotesi di efficienza di tale previsione, si deve verificare che:

$$P_t = E(P_t^*), \text{ e quindi che}$$

$$P_t^* - P_t = \varepsilon_t \text{ ovvero}$$

$$P_t^* = \varepsilon_t + P_t$$

dove ε_t è un termine di errore con media nulla e incorrelato con il previsore.

In questo caso, dato che la varianza della somma di due variabili casuali indipendenti è uguale alla somma delle loro varianze, si ha che:

$$\text{Var}(P_t^*) = \text{Var}(\varepsilon_t) + \text{Var}(P_t) \text{ ossia}$$

$$\text{Var}(P_t^*) \geq \text{Var}(P_t)$$

In altre parole, la variabilità del previsore efficiente deve essere inferiore a quella della variabile prevista. Nel caso in cui P_t (il previsore) sia il prezzo effettivo e P_t^* (la variabile prevista) sia la sommatoria dei flussi scontati dei dividendi effettivamente registrati dall'istante t in poi, la validità dell'ECMH assicura che i prezzi effettivi sono meno variabili dei prezzi giudicati corretti ex-ante. Alcuni autori come *Shiller* (1981) hanno, però, dimostrato che il segno reale dell'ultima disuguaglianza è opposto a quello teorico e che i prezzi effettivi sono da tre a tredici volte più variabili di quanto dovrebbero esserlo.

Due ulteriori evidenze empiriche contro l'ipotesi di efficienza sono denominate rispettivamente *Ritorno alla Media* e *Eccesso di Reazione*. Il primo approccio indica i prezzi muoversi con oscillazioni di lungo periodo attorno al loro valore corretto ossia composti di due elementi, uno dato dal valore intrinseco del titolo considerato e l'altro dato da una componente in eccesso, di segno positivo o negativo secondo gli anni, con ritmi di modifica molto lenti. Il secondo approccio avanza l'ipotesi che gli investitori formulino aspettative distorte in quanto influenzati eccessivamente dai movimenti più recenti delle variabili economiche: ad esempio, sensibili aumenti (diminuzioni) degli utili registrate nel recente passato possono indurre a sovra(sotto)stimare gli utili conseguibili nel futuro.

Il concetto di aspettativa gioca un ruolo fondamentale anche nell'ultimo filone di studi relativi al concetto di informazione che intendiamo proporre. La letteratura basata sulle cosiddette *aspettative razionali* studia l'equilibrio raggiunto da un mercato in cui operano diverse classi di agenti economici:

- a) individui informati con un vantaggio comparato nella produzione di certe informazioni utili a prevedere i rendimenti futuri delle attività (*insider*);
- b) individui meno informati (*noise trader*) le cui decisioni di acquisto o vendita sono motivate da fattori esogeni;

- c) eventualmente, operatori professionali (*market maker*) che facilitano l'incontro di domanda e di offerta e che possono osservare in termini di quantità e condizioni l'insieme degli ordini di acquisto e di vendita senza poter identificare l'identità dell'investitore.

In tale mercato, in ogni istante gli investitori formulano relativamente ai prezzi futuri aspettative a priori destinate, poi, ad influenzare le loro strategie d'investimento e disinvestimento e i prezzi dei momenti successivi. L'osservazione di quest'ultimi origina un processo di revisione bayesiana delle aspettative, che a sua volta modifica le strategie, e così via: il mercato raggiunge il prezzo di equilibrio solo quando l'osservazione di quest'ultimo non suggerisce agli investitori di modificare gli ordini inviati al mercato. L'esistenza e l'unicità dell'equilibrio di mercato con aspettative razionali, fondate sulla conoscenza del processo stocastico che genera i prezzi di mercato, non sono garantite a priori. Infine, nonostante le aspettative possano essere modificate per opera del sistema dei prezzi e delle dimensioni degli ordini, i soggetti meno informati non sono in grado di usufruire delle conoscenze possedute da quelli più informati e, quindi, l'equilibrio di mercato con aspettative razionali non è in generale pienamente rivelatore.

1.2. La comunicazione d'impresa

Dopo aver passato in rassegna i principali contributi della letteratura sull'informazione, estendiamo ora tale concetto alla realtà dell'impresa. In generale, quest'ultima è identificabile come un *sistema aperto* caratterizzato al suo interno dalla presenza di fenomeni, principi e concetti legati tra loro da relazioni di interdipendenza, e legato per vari vincoli ad altri sistemi o fenomeni detti *ambiente*.

In tale contesto la comunicazione d'impresa si pone come strumento necessario affinché una determinata strategia sia prescelta e implementata con successo. In particolare, la comunicazione d'impresa si sviluppa su due piani: uno interno all'impresa stessa e l'altro esterno ad essa.

Relativamente al primo aspetto, l'impresa può essere rappresentata come un insieme di capacità umane, organizzate in strutture articolate e dotate di ampia autonomia decisionale in ambito gestionale. L'unitarietà dell'intera struttura è garantita dal perseguimento dell'obiettivo comune ossia dall'implementazione della strategia scelta, che deve per questo essere conosciuta e condivisa da tutti gli attori aziendali. La comunicazione interna risponde, quindi, all'esigenza di creare una cultura aziendale costituita da valori, obiettivi, progetti e visioni comuni ossia svolge un ruolo formativo prima che informativo basato sulla diffusione dei valori-guida e dei valori professionali necessari all'organizzazione.

Relativamente al secondo aspetto, qualsiasi azienda non riconosce la sua ragione d'essere nell'ambito della propria struttura interna ma nel suo interagire con l'esterno. I sistemi d'azienda sono già stati definiti sistemi aperti e come tali devono approvvigionarsi all'esterno di fattori produttivi, devono collocare sempre all'esterno i prodotti finali del loro processo produttivo, devono agire e svilupparsi in un determinato contesto sociale e naturale. In generale, l'impresa instaura rapporti con numerosi altri sistemi che possono essere sia di tipo aziendale grazie ai rapporti attivati dai diversi ordini economici sia di tipo sociale ed ecologico grazie all'impatto prodotto in tali ambiti dalle strategie adottate. Risulta immediato, poi, comprendere come il successo di quest'ultime dipenda dal grado di accettazione e di apprezzamento manifestato dall'ambiente esterno nei confronti delle decisioni dell'azienda e della cultura a cui la stessa si ispira. Dal momento che la comunicazione esterna permette al pubblico di verificare la coerenza della strategia aziendale con il proprio sistema di valori nei tempi relativamente brevi dettati dal rapido ritmo di evoluzione imposto dalla concorrenza e dalla tecnologia, essa si pone come condizione necessaria, anche se non sufficiente, affinché l'impresa raggiunga i suoi fini istituzionali².

Nonostante l'impresa sia per definizione depositaria di tutte le informazioni relative al suo agire economico, essa non gode di una

² La comunicazione esterna si pone come condizione necessaria ma non sufficiente in quanto l'implementazione della strategia scelta richiede necessariamente l'adeguato funzionamento della struttura organizzativa interna e la conoscenza delle esigenze del pubblico esterno.

posizione propriamente monopolistica nella produzione e nella diffusione al pubblico di quest'ultime in quanto i soggetti esterni possono venire a conoscenza della situazione particolare dell'impresa osservandone quei comportamenti aventi un attendibile valore segnaletico. La comunicazione d'impresa, però, può anche essere realizzata direttamente dalla direzione amministrativa e/o finanziaria dell'impresa stessa oppure tramite un'azienda finanziaria o un analista finanziario. Il veicolo attraverso cui l'informazione si diffonde può essere costituito da grafici e/o da indicatori di performance economico-finanziaria oppure può essere la relazione trimestrale o il bilancio d'esercizio che per definizione descrivono l'andamento economico di un'impresa. Le caratteristiche dell'intero processo di veicolazione del messaggio permettono di distinguere il concetto di informazione da quello più ampio e complesso di comunicazione relativo alla trasmissione di valori non standardizzati. Il primo concetto, a differenza del secondo, risulta legato essenzialmente agli obblighi normativi di trasmettere dati e notizie relativi alla vita dell'azienda dal momento che la norma indica gli standard predefiniti entro cui il processo di diffusione deve avvenire. Nonostante tale differenza, il momento dell'informazione non deve essere necessariamente distinto da quello della comunicazione. Le società quotate ossia le società chiamate al maggior numero di adempimenti informativi, potrebbero, infatti, essere incentivate a trasformare le circostanze in cui hanno l'obbligo di diffondere informazioni in vere e proprie occasioni di comunicazione volontaria anche grazie all'apporto delle nuove tecnologie. Ad esempio, dopo aver adempiuto l'obbligo di diffusione di un comunicato stampa in occasione della divulgazione dei dati annuali, l'azienda può decidere di inserire tale documento sul proprio sito Internet oppure di inviare lo stesso via-mail ad analisti, investitori istituzionali, giornalisti e provider di informazione economico-finanziaria on-line, i cui siti sono visitati dai cosiddetti *day-trader* che quotidianamente ricercano informazioni utili per le loro scelte di investimento. Nel contesto della diffusione al pubblico dell'informazione disponibile, si intuisce l'importanza assunta attualmente da Internet, a

condizione che il materiale fornito da questa nuova opportunità sia uniforme a quello fornito con gli strumenti tradizionali.

Infine, i contenuti del messaggio possono essere informazioni quantitative e/o qualitative, relative all'andamento economico dell'impresa oppure alle caratteristiche tecniche dei prodotti finanziari da essa utilizzati. In tale ambito i diversi autori hanno prodotto un'ampia terminologia capace di sovrapporre concetti destinati ad essere mantenuti distinti come, ad esempio, quelli di comunicazione economica e di comunicazione economico-finanziaria.

Relativamente alla prima, è inizialmente opportuno precisare che una semplice raccolta di dati e numeri per quanto relativi alla gestione della società può rappresentare informazione statistica ma non necessariamente economica. Affinché si possa parlare di informazione economica, tali numeri e dati devono indicare la situazione di equilibrio o di disequilibrio della realtà aziendale e del suo dinamico divenire. La comunicazione economica è considerata lo strumento attraverso cui gli organi direzionali possono guadagnare fiducia e consenso a favore dell'indirizzo strategico scelto. E' definita da alcuni autori, spesso al pari della comunicazione finanziaria, come l'insieme delle informazioni trasmesse al pubblico dalla direzione aziendale sull'evoluzione della situazione reddituale, finanziaria e patrimoniale dell'impresa. Secondo altri autori, l'informazione finanziaria si riferisce più specificatamente ai flussi di risorse monetarie generati e/o assorbiti durante l'attività aziendale e comprende tutte le informazioni che le imprese hanno l'obbligo di far pervenire al mercato dei capitali per effetto di disposizioni normative o di regolamenti promulgati dagli organismi chiamati a vigilare sul corretto funzionamento del mercato stesso. In definitiva, l'informazione finanziaria si pone come quella parte dell'informazione societaria descritta in diverse forme di bilanci e di rendiconti, che, a sua volta, si esprime attraverso tutti gli obblighi informativi previsti per le società dalla prassi e dalla normativa vigente in ciascun paese. Grazie a quest'ultima definizione possiamo comprendere come l'informazione societaria non si distingua in modo sostanziale dall'informazione economico-finanziaria. Dal momento che la forma societaria si limita ad essere una possibile soluzione giuridico-

organizzativa al fine di svolgere un'attività imprenditoriale, l'informazione societaria si pone come l'informazione economica relativa ad un particolare tipo di azienda. Il maggiore utilizzo del primo termine, che pone l'accento sulle caratteristiche dell'informatore, rispetto al secondo, che focalizza l'attenzione sui contenuti, è motivato dalla presenza degli obblighi informativi. La causa della nascita di quest'ultimi è rappresentata dallo sviluppo dell'attività industriale e commerciale che ha determinato la trasformazione delle attività economiche svolte in forma individuale in società di capitali. In questo nuovo ambito è aumentata l'esigenza di monitorare la situazione finanziaria e patrimoniale da parte sia dei creditori, privi della garanzia data dalla responsabilità illimitata dell'imprenditore, sia degli azionisti di minoranza, non direttamente coinvolti nella gestione aziendale.

1.3. Domanda e offerta di informazione societaria

Oltre che alla presenza di sempre maggiori obblighi informativi a carico delle società, l'accresciuta importanza rivestita dall'informazione societaria negli ultimi anni è legata essenzialmente a due fattori:

- a) la maggiore attenzione riservata alla funzione sociale svolta dall'impresa e all'interdipendenza delle decisioni prese da tutti gli operatori economici;
- b) l'ampio sviluppo dei mercati finanziari che hanno assunto notevole importanza soprattutto nel processo di ricerca dei fondi da parte delle imprese stesse.

Per questi motivi la nostra analisi pone ora l'accento essenzialmente sulla funzione e sulle principali caratteristiche dell'informativa societaria. Come già affermato precedentemente, essa svolge una funzione sostanzialmente di tipo strumentale e si pone come il mezzo utilizzato dalle diverse classi d'interesse presenti nelle società per ottenere informazioni fondamentali al fine di prendere decisioni economiche di vario tipo. Ha valore in quanto offre all'individuo la possibilità di modificare il proprio comportamento, ossia di scegliere strategie, altrimenti inaccessibili, che generano un'utilità attesa superiore.

In generale, si può affermare che l'informazione è caratterizzata da un valore sociale se la sua disponibilità aumenta il benessere sociale. La definizione scelta per quest'ultima grandezza influenza il valore sociale dell'informazione stessa soprattutto nel caso in cui le utilità ottenute da individui differenti non siano confrontabili. Per specificare il valore sociale di un sistema informativo la letteratura ha indicato due diversi criteri:

- a) il *criterio Paretiano*;
- b) il *criterio di compensazione*.

Nel primo caso, il valore sociale di un sistema informativo è positivo se e solo se, in seguito alla diffusione dell'informazione, ciascun individuo in equilibrio consegue un livello di utilità maggiore o uguale rispetto a quello che avrebbe conseguito in assenza di informazioni e se tale disuguaglianza è valida in senso forte almeno per un individuo. La cosiddetta frontiera *Pareto-efficiente* rappresenta, date le risorse a disposizione, l'insieme dei risultati ottenibili tali da rendere impossibile l'incremento dell'utilità di un individuo senza la contemporanea diminuzione di quella di un altro.

Nel secondo caso, l'informazione ha valore se l'aumento di benessere sociale conseguito da alcuni individui è tale da offrire una compensazione monetaria agli agenti che ne hanno subito una riduzione.

E' immediato comprendere i problemi legati all'adozione sia del primo sia del secondo criterio: se il criterio Paretiano appare alquanto restrittivo dal momento che indica il valore sociale in funzione di una sostanziale unanimità di giudizio che raramente può verificarsi, il criterio di compensazione si basa sull'ipotesi di confrontabilità interpersonale delle utilità dei vari agenti.

Indipendentemente dal criterio scelto, possiamo affermare che il valore sociale dell'informazione dipende dal numero di individui che hanno accesso ad essa. L'informazione societaria svolge, infatti, la sua funzione di conoscenza non solo per gli azionisti ma anche per numerose classi d'interesse aventi esigenze informative diverse. La scelta di un particolare standard di comunicazione non solo influenza le strategie adottate dai portatori dei diversi interessi, ma determina anche il ruolo svolto da

ciascuno di essi e la corrispondente forza contrattuale. Di conseguenza, perde importanza il *principio di neutralità* per cui è possibile determinare in modo univoco il sistema informativo migliore e l'informativa societaria si pone come oggetto di scelta collettiva, in certo qual modo "politica", capace di influenzare la ricchezza delle classi portatrici dei diversi interessi.

Prima di focalizzare l'attenzione sul contesto istituzionale italiano di tale scelta, è opportuno identificare accuratamente le categorie che rappresentano il lato della domanda e quello dell'offerta del mercato dell'informazione nell'ambito, ad esempio, di un'azienda di produzione in funzionamento organizzata nella forma di società per azioni.

In primo luogo, dal lato della domanda le classi interne si differenziano da quelle esterne.

La categoria principale appartenente al primo gruppo è costituita dal management e dagli azionisti di comando. Essi desiderano ottenere precise informazioni circa il funzionamento dell'impresa che possono influenzare grazie al potere che detengono di determinare le decisioni dell'assemblea e di verificarne la loro successiva attuazione. Non solo godono della conoscenza di "particolari circostanze di tempo e luogo" utilizzabili dal punto di vista economico, ma hanno anche il potere di modificarle attraverso la loro normale attività. Avendo il governo delle strategie aziendali, essi sono i soggetti più impegnati nella produzione di informazioni e rappresentano la principale fonte di conoscenza per tutti coloro che instaurano rapporti con la società.

I fabbisogni informativi degli azionisti di minoranza, ad esempio, sono molto differenziati, anche se domina l'esigenza di adottare meccanismi di controllo sull'attività di chi detiene un pacchetto di maggioranza. In generale, tale controllo e le attese informative relative al funzionamento dell'impresa variano in proporzione alla dimensione del pacchetto detenuto e, quindi, sarà necessario distinguere quelle dei proprietari di un pacchetto di minoranza di proporzioni rilevanti interessati alle vicende societarie e quelle dei proprietari di una quota percentuale irrisoria disinteressati alle stesse vicende.

Relativamente alle classi interne ricordiamo anche i prestatori di lavoro, che in generale si suddividono tra prestatori con mansioni direttive e prestatori con mansioni esecutive. Le loro attese informative non sono interamente riconducibili a quelle degli azionisti e sono legate essenzialmente all'esigenza di conoscere la situazione economico-finanziaria dell'impresa per formulare corrette richieste nel processo di contrattazione collettiva. Essi necessitano di informazioni utili anche per stimare la stabilità dei loro posti di lavoro e la fedeltà dei loro responsabili relativamente ai contratti esplicitamente o implicitamente stipulati.

Le classi esterne comprendono: i clienti, i fornitori, i finanziatori e i pubblici poteri. Mentre i primi sono interessati a verificare la qualità dei beni o servizi forniti e la congruità del prezzo, i secondi e i terzi hanno fabbisogni informativi molto simili: i fornitori vogliono controllare la capacità dell'impresa di adempiere regolarmente ai propri impegni derivanti dai contratti di fornitura stipulati, i finanziatori vogliono stimare la probabilità che l'impresa rimborsi loro puntualmente capitale ed interessi.

Inoltre, i pubblici poteri hanno esigenze informative variabili in funzione del tipo di rapporto con l'impresa. Le informazioni richieste dall'Amministrazione Finanziaria sono diverse da quelle richieste dagli Organi di Regolamentazione preposti al controllo di determinati settori (in Italia, vedi Consob, Borsa Italiana, Banca d'Italia, Isvap) e anche da quelle sollecitate dai singoli Ministri a supporto di decisioni di politica economica. Oltre ai loro specifici fabbisogni informativi, i diversi organi pubblici dispongono anche di un potere d'intervento diretto relativo alla determinazione della quantità e della qualità del materiale fornito dall'impresa alle diverse classi d'interesse.

Infine, è opportuno precisare che l'elenco ora descritto non si propone di essere esaustivo: nel lato della domanda potrebbero essere identificati altri soggetti come gli analisti e i consulenti finanziari, le banche dati, le società di revisione e di certificazione, la cui importanza dovrebbe essere valutata caso per caso.

1.4. Le caratteristiche dell'informativa societaria

Attraverso l'analisi dei soggetti fruitori dell'informativa societaria compiuta nel paragrafo precedente abbiamo constatato che le attese di conoscenza delle singole classi d'interesse coincidono parzialmente ossia i soggetti coinvolti hanno sia alcune esigenze specifiche sia esigenze comuni con altri. In tale contesto quanto più diffuse sono le attese di conoscenza, tanto minore è, *coeteris paribus*, la convenienza di un'attività di ricerca effettuata direttamente dai singoli individui e tanto maggiore diviene la convenienza di un'attività di ottenimento delle informazioni coordinata. In primo luogo, i canali di acquisizione delle informazioni possono essere molteplici:

- a) una ricerca autonoma di informazione;
- b) l'acquisto di informazioni prodotte da fonti indipendenti;
- c) la richiesta di informazioni direttamente all'impresa;
- d) l'esercizio di pressioni sui pubblici poteri affinché impongano al soggetto economico precisi standard di divulgazione.

In secondo luogo, le comunicazioni richieste all'impresa non costituiscono un insieme omogeneo: il carattere di alcune è pubblico mentre quello di altre è privato. Nel primo caso, le decisioni relative a quantità e qualità dei flussi informativi non devono essere oggetto di contrattazione tra i singoli individui ma affidate ad un'istituzione sovraordinata al mercato. Nel secondo caso, il valore del bene informazione considera l'accesso limitato a quest'ultimo e sarebbe notevolmente ridotto dalla presenza di un'istituzione pubblica destinata a garantirne l'accesso indiscriminato al pubblico. A questo proposito, è necessario precisare che il mercato dell'informazione, e soprattutto di quella societaria, presenta spesso caratteri monopolistici e non condizioni di concorrenza perfetta. Dal momento che la maggior parte dei flussi informativi rilevanti sarebbero prodotti in ogni caso all'interno della società, i costi di produzione del bene-informazione sono costi sommersi (*sunk cost*) ossia irrilevanti per il soggetto economico e costituiscono barriere all'entrata di nuovi concorrenti. Per questo motivo i valori della quantità di beni prodotti e del prezzo fissato per lo scambio tendono ad essere inferiori ai valori socialmente ottimali ossia gli individui meno

informati potrebbero essere danneggiati da coloro che dispongono di una funzione d'informazione più fine. E' opportuno l'uso del condizionale in quanto l'asimmetria informativa non genera sempre fenomeni redistributivi della ricchezza a favore del soggetto meglio informato. Poiché l'interazione tra soggetti, spesso, non si esaurisce nella fornitura di notizie, l'impresa può essere incentivata a fornire alle parti meno informate le informazioni richieste per richiamare le sue risorse che altrimenti potrebbero essere destinate ad impieghi alternativi. Nel caso, invece, in cui l'impresa non desidera ottenere le controprestazioni delle parti meno informate, un obbligo di diffondere informazioni privilegiate sarebbe un'espropriazione non spiegabile in termini di efficienza. La forza contrattuale delle singole classi d'interesse nei confronti della società assume, di conseguenza, un ruolo fondamentale e la definizione del processo di divulgazione deriva da un'*analisi costi-benefici* compiuta dalla società stessa.

In tale ambito alcuni autori hanno suddiviso i costi della diffusione di informazioni in cinque categorie:

- a) *costi operativi diretti* sostenuti per la produzione in senso fisico (stampa, spedizione) dei supporti informativi;
- b e c) *costi interni e pubblici* rappresentati dalle reazioni delle diverse categorie di soggetti interne ed esterne in seguito all'ampliamento del set informativo disponibile;
- d) *costi di posizione competitiva* relativi alle possibili reazioni dei concorrenti attuali e potenziali dell'impresa;
- e) *costi operativi indiretti* collegati alla scelta di strategie subottimali che segue alla comunicazione di informazioni.

Prima di esaminare in dettaglio i benefici, è necessario ricordare che l'informazione presenta due caratteristiche particolari: la non esclusività e la non rivalità d'uso. In sostanza, a differenza di quanto avviene per gli altri beni materiali, la fruizione di una determinata informazione da parte di un soggetto non impedisce ad altri soggetti di utilizzare la stessa informazione in tempi e luoghi diversi. Di conseguenza, dal momento che il costo relativo alla produzione di informazioni agisce come disincentivo per i soggetti che rappresentano il lato dell'offerta, la produzione e la

divulgazione delle informazioni possono essere realizzate soltanto nel caso in cui l'utilità di tale attività non sia basata sulla possibilità di vendere l'informazione ma piuttosto sugli eventuali benefici.

In generale, l'impresa è chiamata a gestire in modo attivo la comunicazione per due ragioni: da un lato, in assenza di messaggi deliberatamente veicolati, la notorietà dell'impresa tende a ridursi per effetto del graduale stemperamento del ricordo umano e dall'altro l'immagine della stessa tende a peggiorare in quanto l'assenza di comunicazione in realtà si traduce in un messaggio di segretezza, incertezza e pericolosità.

Inoltre, uno studio condotto nel 2000 da *Guatri e Eccles* indica che per l'80% degli investitori e degli analisti italiani i principali vantaggi derivanti dalla divulgazione di una quantità maggiore di informazioni sono l'aumento della credibilità del management, un numero superiore di investitori caratterizzati da un'ottica di lungo termine ed un più facile accesso a nuovi capitali che si traduce in un costo del capitale inferiore.

Nonostante sia poco tangibile, il primo vantaggio riveste particolare importanza: nel caso in cui, ad esempio, il management abbia deciso di intraprendere un programma di investimenti capace di produrre sostanziali risultati positivi ma solo nel lungo termine, il mercato può reagire positivamente se ritiene il progetto del management valido e quest'ultimo capace di mantenere le promesse fatte.

Analogamente, la presenza di un maggiore numero di investitori a lungo termine contribuisce a ridurre l'instabilità dei prezzi delle azioni dal momento che suggerisce al mercato di reagire positivamente anche nel caso in cui l'impresa decida di intraprendere investimenti capaci di creare valore solo nel lungo periodo e di produrre un momentaneo effetto negativo sugli utili.

In terzo luogo, la riduzione del costo di accesso al mercato influenza le politiche finanziarie dell'emittente stesso, che ha un minore incentivo a trattenere le risorse prodotte internamente al fine di limitare la frequenza di aumenti di capitale a pagamento. Di conseguenza, la presenza dei minori costi di agenzia relativi ai *free-cash flow* determina nei confronti dei titoli considerati un maggiore gradimento del mercato che si traduce

nel pagamento di un più ridotto premio per il rischio di mercato, nel conseguente aumento dei prezzi di mercato e nella formazione del cosiddetto *reputational capital*, ossia in una maggiore capitalizzazione di borsa.

Relativamente agli altri vantaggi indicati nella Tabella n°1.1. tratta dallo studio prima ricordato, possiamo sottolineare che l'aumento del valore delle azioni e l'aumento del rapporto prezzo/utili sono indicatori diretti del valore dell'azienda, mentre l'aumento della liquidità delle azioni è connesso con quest'ultimo dal momento che una dimensione limitata degli scambi non permette al prezzo delle azioni di aumentare.

Inoltre, dal momento che gli analisti sono in competizione, l'aumento dell'attenzione da parte loro su determinate società rappresenta un incentivo a formulare raccomandazioni di acquisto e di vendita molto accurate. Considerando che quasi il 60% degli investitori italiani basa le proprie decisioni di investimento sui suggerimenti degli analisti, la presenza delle analisi accurate di quest'ultimi garantiscono un mercato genericamente più informato e, quindi, permettono di ridurre i rischi di errata valutazione.

Infine, nonostante questo, è necessario ricordare che i benefici legati ad una maggiore divulgazione di informazioni non devono essere sovrastimati dal momento che il mercato dell'informazione (societaria e non) è caratterizzato dall'incertezza relativa alla qualità del bene scambiato. In altre parole, è opportuno non dimenticare che l'utilità prodotta dalla diffusione di informazioni è vincolata alla possibilità o meno di valutare la credibilità delle stesse. Quest'ultima è influenzata da numerosi fattori:

- a) il tipo di informazione, la cui correttezza può essere più o meno facilmente dimostrabile;
- b) la presenza di possibili incentivi a diffondere segnali falsi per i soggetti meglio informati;
- c) la capacità di quest'ultimi di garantire la qualità dei segnali inviati attraverso sistemi di garanzia e sistemi di controllo realizzati da esperti indipendenti.

Tabella 1.1.: E' indicata la percentuale di investitori e analisti che considera la diffusione di maggiori informazioni un vantaggio sostanziale per le aziende.

	Investitori (n°50)	Analisti (n°30)
Aumento della credibilità	90	83
Più facile accesso a nuovi capitali	82	80
Aumento del n°di investitori a lungo termine	80	83
Aumento del valore delle azioni	70	53
Aumento della liquidità delle azioni	66	33
Aumento dell'attenzione da parte degli analisti	64	70
Aumento del rapporto prezzi/utili	58	40
Riduzione dell'intervento politico o legislativo	58	40
Miglioramento dei rapporti con i fornitori	48	50
Riduzione dell'instabilità dell'andamento delle azioni	46	50

Fonte: L.Guatri, R.Eccles (2000), *Informazione e Valore, il Caso Italiano*, EGEA.

Capitolo Due

L'EVOLUZIONE NORMATIVA IN ITALIA

2.1. *L'intervento pubblico relativo all'informativa societaria*

Data l'importanza rivestita dall'informativa societaria per una pluralità di soggetti aventi attese di conoscenza parzialmente divergenti, la sua funzione non è univocamente determinata. Nonostante l'informativa societaria debba essere, in generale, credibile, tempestiva e completa, la quantità e la qualità delle informazioni offerte possono variare secondo il contesto istituzionale entro cui si sviluppano le relazioni contrattuali tra le diverse classi d'interesse. L'intervento pubblico si pone, quindi, come un elemento naturale ed insopprimibile grazie al quale i diversi soggetti possono tutelare meglio i loro interessi e soddisfare i loro fabbisogni conoscitivi. Esso può essere più o meno pervasivo e assumere molteplici forme secondo il modello di *corporate governance* dominante nel paese oggetto di studio.

In primo luogo, consideriamo le caratteristiche e l'evoluzione del modello americano, punto di riferimento negli ultimi decenni sia per la prassi sia per il legislatore di numerosi paesi. La cosiddetta *public company* statunitense è caratterizzata da un elevato grado di frammentazione degli assetti proprietari e da una conseguente posizione di potere detenuta dal management nel processo di definizione delle decisioni aziendali. In tale ambito l'informativa societaria ha svolto inizialmente una funzione di rendiconto del management agli azionisti, privi di un'ampia capacità di monitoraggio a causa della limitata percentuale di titoli detenuta. La diffusione delle informazioni era considerata prevalentemente in una prospettiva interna all'impresa, come un mezzo per permettere ai soci di esercitare consapevolmente i diritti connessi al loro status. La legge non garantiva alcun tipo di flusso informativo specifico e affidava la tutela delle attese di conoscenza delle varie classi di interesse alla contrattazione

tra società e classi stesse o a forme indirette di autoregolamentazione. In seguito, la situazione si modifica grazie al rapido sviluppo dei mercati finanziari organizzati e al crescente appello al pubblico risparmio da parte delle società di maggiori dimensioni. Prima a livello dei singoli stati e poi a livello federale, sono imposti penetranti obblighi informativi sia in occasione della prima collocazione di titoli presso il pubblico sia periodicamente, nel caso di titoli quotati presso una Borsa Valori. L'insieme dei destinatari dei flussi informativi aumenta e i soci sono affiancati dal pubblico, e in particolare da una figura di investitore medio, considerato capace di interpretare correttamente le informazioni fornite dagli emittenti, pur essendo privo di sofisticate capacità di analisi. A questo proposito, precisiamo che gli azionisti e gli investitori utilizzano l'informazione in modi diversi. Poiché i primi si propongono di controllare *ex-post* le decisioni strategiche di cui non possono discutere il merito a causa dell'asimmetria informativa presente, essi richiedono informazioni di carattere consuntivo sul comportamento del soggetto economico, anche se le loro attese di conoscenza possono variare a seconda che l'impresa sia o no quotata. Al contrario, poiché i secondi desiderano prendere direttamente decisioni di investimento sul mercato mobiliare, sono prevalentemente interessati a informazioni di carattere prospettico relative ai possibili sviluppi futuri della società. Per queste peculiarità, la tutela degli investitori può essere, a volte, incompatibile con quella degli azionisti: ad esempio, gli azionisti attuali potrebbero desiderare di ritardare la divulgazione di informazioni interne relative a una riduzione dei flussi di cassa attesi, di cui, invece, gli investitori vorrebbero disporre quanto prima.

Il legislatore inizia, poi, a riconoscere l'importanza di principi quali il *market egalitarianism* e l'*equal access* e si impegna a garantirli non solo per salvaguardare gli azionisti contro la possibile infedeltà dei manager ma anche per incentivare l'effettuazione di razionali decisioni di investimento e l'allocazione ottimale delle risorse in un sistema economico a scelte decentrate. Il legislatore richiede che l'informazione sia diffusa, continua e con un contenuto qualitativo elevato per essere in grado di rispondere alle istanze conoscitive e alle esigenze di tutela dei

cosiddetti *stakeholder*, che contemporaneamente esercitano anche una funzione di controllo. La funzione di rendiconto inizia, quindi, ad estendersi ed assume i tratti di un'ampia funzione informativa. Le forze del mercato e della concorrenza attraverso gli investitori istituzionali e i *corporate insider* sono, infatti, chiamate a rilevare le aziende mal gestite e a procedere alla successiva sostituzione del management al fine di determinare un aumento del valore dei titoli e conseguire un profitto in conto capitale. Attualmente, in materia di informativa societaria le soluzioni adottate dagli ordinamenti dei singoli stati americani si caratterizzano per la presenza di norme societarie flessibili che lasciano agli imprenditori ampi spazi di autonomia statutaria e contrattuale temperati da una stringente disciplina della trasparenza informativa dettata dalle leggi federali. Tra queste ricordiamo il Securities Act del 1934 che stabilisce che i valori mobiliari offerti al pubblico e i relativi emittenti devono essere registrati presso la Sec, che, a sua volta, deve rendere esecutivo il prospetto informativo inviato dalle società stesse. Successivamente, gli emittenti devono inviare alla Sec *report* periodici ed occasionali rappresentati dal documento di registrazione, da aggiornare negli anni successivi attraverso i cosiddetti *up-dating*, dal report trimestrale (*Quarterly Report*, 10Q) e dai report occasionali (8K) legati a particolari circostanze (ad esempio, cambiamento del management). Infine, i medesimi soggetti devono trasmettere alla Commissione le informazioni concernenti le *proxy* (raccolta delle deleghe), le informazioni richieste dalla disciplina dell'*insider trading* che analizzeremo nei capitoli successivi e i rapporti relativi al possesso di partecipazioni rilevanti.

Nei modelli tedesco e giapponese di *corporate governance* gli azionisti dispongono di quote qualificate della società e condividono con il management gli indirizzi di gestione aziendale. In Germania, il modello principale è quello dell'*hausbank* caratterizzato dalla presenza delle grandi banche universali detentrici di quote azionarie pari o superiori al 10% nelle imprese industriali e dalla presenza dei banchieri nel *board* di quest'ultime con la conseguente capacità di influenzare la gestione in maniera rilevante. Nel modello giapponese dominano le cosiddette

keiretsu e il corrispondente sistema di partecipazioni incrociate tra aziende industriali e uno o più intermediari bancari o finanziari. Alcune banche finanziatrici detengono blocchi azionari di minoranza nell'impresa appartenente alla *keiretsu* e creano una coalizione capace di esercitare un controllo sulle partecipazioni qualificate del capitale sociale dell'impresa stessa, che, a sua volta, possiede quote azionarie nelle banche partecipanti (*cross-ownership*). Nonostante i grandi azionisti bancari e finanziari giapponesi, al contrario di quelli tedeschi, non prendano parte alle riunioni del consiglio di amministrazione, essi partecipano attivamente alla vita aziendale mediante incontri mensili con gli industriali, durante i quali si raggiunge il consenso sulle strategie da perseguire e sui possibili piani operativi. Nel caso tedesco e giapponese i principali destinatari dell'informativa societaria sono i soggetti partecipanti al capitale dell'impresa che desiderano conoscere dettagliatamente la situazione di mercato, operativa e contabile in cui l'azienda opera. In altre parole, data l'importanza del rapporto fiduciario bilaterale tra i soci principali e i dirigenti, il flusso informativo appare circoscritto e ristretto alla categoria degli azionisti-finanziatori e si propone di soddisfare le esigenze conoscitive e di controllo essenzialmente di questi ultimi. Per questo, gli ordinamenti in esame impongono penetranti obblighi informativi e stabiliscono disposizioni inderogabili capaci di limitare gli ambiti di libertà statutaria e di flessibilità organizzativa delle imprese.

2.2. *L'informativa societaria in Italia*

Nel nostro paese la struttura proprietaria delle imprese è dominata da un gruppo familiare che, direttamente o indirettamente, detiene il controllo e il conflitto tra manager ed azionisti tipico delle *public company* americane si trasforma nel conflitto tra gli azionisti di maggioranza e quelli di minoranza. Inizialmente, la quantità e la qualità dei flussi informativi destinati dal gruppo di comando alle altre classi d'interesse erano determinate in base ad un processo contrattuale e le esigenze conoscitive di quest'ultime erano soddisfatte in base alla loro posizione di

maggiore o minore rilievo nell'ambito di tale processo. In altre parole, a parte l'istituzione di blande norme a tutela delle minoranze azionarie e dei creditori, l'interesse alla riservatezza degli affari sociali espresso dal gruppo di comando tendeva a prevalere sulle attese di conoscenza delle diverse classi d'interesse, interne ed esterne. Grazie all'adozione del Codice Civile, il legislatore realizza un più decisivo intervento che si traduce principalmente nella statuizione del principio generale di chiarezza e precisione e nella determinazione sia per le società quotate sia per quelle non quotate di un contenuto minimo per il bilancio d'esercizio, stato patrimoniale, conto economico e nota integrativa arricchiti dalle relazioni degli amministratori e del collegio sindacale. Ancora oggi, gli artt.2423-2425 c.c. rappresentano il solo strumento di informazione contabile sull'andamento degli affari sociali previsto dalla legge per gli azionisti e i creditori, anche se è necessario ricordare la divulgazione della cosiddetta informazione extra-contabile relativa alle strategie aziendali e alle eventuali prospettive di sviluppo garantita da successivi interventi legislativi.

A partire dagli anni '60 il chiaro affermarsi di un nuovo orientamento giurisprudenziale contribuisce allo sviluppo della funzione informativa svolta dal bilancio d'esercizio: la tendenza sempre più frequente dei tribunali di merito ad annullare bilanci poco esaustivi impugnati da azionisti di minoranza induce le società per azioni ad ampliare il volume e il dettaglio delle informazioni fornite al pubblico. A metà degli anni '70 il legislatore effettua un ulteriore intervento diretto a soddisfare l'esigenza manifestata da più parti di una profonda riforma della disciplina del mercato mobiliare e adotta la Legge n°216/1974. In primo luogo, quest'ultima istituisce la *Commissione Nazionale per le Società e la Borsa* (Consob) cui è affidato il compito di verificare la completezza e la veridicità dell'informazione offerta dalla società agli investitori, che non è più dovuta solo all'investitore attuale o al socio, ma anche all'investitore potenziale. Nell'espletamento delle sue funzioni la Consob ha il potere di richiedere agli emittenti la comunicazione di dati, notizie e documenti, di procedere ad ispezioni e di assumere direttamente notizie e chiarimenti presso determinati soggetti (amministratori, sindaci, revisori,

direttori generali). Nonostante questo, le informazioni in tal modo ottenute non sono destinate alla divulgazione in quanto si prevede che la Commissione possa (e non debba) richiedere che siano *“resi pubblici [...] dati e notizie necessari per l’informazione del pubblico”*. In secondo luogo, la legge del 1974 fornisce una nuova chiave di lettura di otto articoli del codice civile per garantire una maggiore trasparenza societaria e più chiari prospetti di bilancio e definisce per le società obblighi informativi nei confronti della Consob stessa in occasione di specifici eventi societari³. Infine, la medesima legge prevede per i soggetti che intendono rivolgersi al pubblico allo scopo di sollecitare la sottoscrizione di valori mobiliari la comunicazione preventiva dell’intenzione alla Commissione. La sollecitazione può essere effettuata solo previa pubblicazione di un prospetto informativo capace di rendere note al mercato le informazioni più importanti di carattere economico-patrimoniale e finanziario atte a fornire una reale rappresentazione del valore degli strumenti finanziari emessi.

In seguito, dopo il D.P.R. n° 136/75 che sancisce a capo degli emittenti quotati l’obbligo di sottoporre il bilancio d’esercizio e quello consolidato alla certificazione effettuata da società di revisione iscritte nell’apposito albo tenuto dalla Consob, la promulgazione della prima norma contro l’insider trading, Legge n°157/91, rappresenta la seconda importante fase del processo di riforma dell’informativa societaria. L’art.6 della legge in esame ha affidato alla Consob il compito di stabilire con regolamento *“le modalità , i termini e le condizioni dell’informativa al pubblico su tutte le notizie, i fatti, le statistiche e gli studi concernenti le società quotate e le loro controllanti, controllate o comunque collegate, aventi un interesse per i soci, per i risparmiatori e per il corretto funzionamento del mercato”*. Il Regolamento n°5553/91, emanato in attuazione dell’art.6 appena citato, definisce un nuovo sistema della trasparenza basato su

³ L’art.4 della Legge 216/74 prevede l’obbligo di inviare alla Consob: a) il bilancio con le relazioni degli amministratori e del collegio sindacale, nonché gli allegati di cui all’art.2424 c.c. comma 4, almeno 4 giorni prima di quello fissato per l’assemblea che deve discuterlo; b) le proposte di fusione/scissione, di modifiche statutarie, di emissioni obbligazionarie, almeno 45 giorni prima di quello fissato per l’assemblea che deve discuterle; c) il verbale dell’assemblea, le deliberazioni adottate, il bilancio approvato, entro 30 giorni da quello in cui l’assemblea ha deliberato sulle materie indicate ai due punti precedenti; la relazione semestrale e le eventuali deliberazioni di distribuzione di acconti sui dividendi, entro 4 mesi dalla fine del primo semestre dell’esercizio.

un'informativa continua e automatica, sostanzialmente svincolata dagli adempimenti codicistici, che peraltro considera, e si propone di prevenire la possibilità di sfruttamento illecito dell'informazione riservata. Infatti, oltre a indicare nuovamente il rispetto degli adempimenti richiesti dal codice civile e, quindi, degli obblighi informativi periodici ed episodici precedentemente descritti, la nuova normativa introduce il concetto di informazione rilevante ossia idonea ad influenzare sensibilmente il prezzo dei titoli. In questo modo, l'informazione dovuta al mercato supera i semplici obblighi civilistici: da un lato coinvolge un più ampio spettro di avvenimenti societari e dall'altro si svincola da rigide e predefinite scadenze annuali o da specifiche disposizioni dell'Organo di Vigilanza. Relativamente al primo aspetto il regolamento indicato non solo considera genericamente i fatti, le operazioni e gli atti idonei ad influenzare sensibilmente il prezzo dei valori mobiliari ma fornisce un elenco dettagliato dei principali fatti rilevanti come la modifica dell'azionista di controllo, la presenza di istanze o l'emanazione di provvedimenti di assoggettamento a procedure concorsuali, l'emissione di obbligazioni o di warrant, fusioni e scissioni. Inoltre, il regolamento in esame suggerisce una serie di ulteriori informazioni da fornire al pubblico:

- a) in occasione di proposte effettuate dal consiglio di amministrazione all'assemblea della società e concernenti operazioni o atti idonei ad influenzare le quotazioni;
- b) in occasione dell'approvazione del progetto di bilancio e della relazione semestrale da parte del consiglio di amministrazione e dei diversi eventi che permettono agli azionisti di esercitare i loro diritti.

Relativamente al secondo aspetto legato alla comunicazione immediata e diretta al pubblico dei fatti rilevanti, l'art.5 della delibera della Consob prevede che le società comunichino i fatti rilevanti direttamente al pubblico, su loro iniziativa, prescindendo da una specifica richiesta della Commissione. Si impone, quindi, un'informativa di carattere bidirezionale e non soggetta a controllo preventivo, ossia è inviata contestualmente al mercato e alla Consob che esplica un controllo a

posteriori. La Commissione, a sua volta, conserva i poteri di richiedere alle società di diffondere informazioni complementari più dettagliate di quelle necessariamente sintetiche ed immediate, già diffuse, con particolare riferimento agli aspetti della situazione patrimoniale, economica e finanziaria della società analizzata al fine di fornire al mercato adeguate basi di valutazione.

La terza ed ultima fase della riforma in materia di informativa societaria è rappresentata dall'entrata in vigore del Decreto Legislativo n°58/98. Nato da un'esigenza di semplificazione della normativa previgente, il T.U.F. svolge essenzialmente un'opera di delegificazione, limitandosi a recepire le corrispondenti direttive comunitarie e a fissare alcuni principi guida al fine di attribuire alla regolamentazione secondaria il compito di disciplinare in dettaglio le diverse materie anche se nell'ambito di precise deleghe. Il primo elemento di novità della norma in esame è rappresentato dalla maggiore flessibilità operativa determinata dall'aumentato ricorso alla regolamentazione secondaria e dall'importanza crescente concessa all'autoregolamentazione da parte degli operatori dei mercati, resa possibile grazie alla privatizzazione degli stessi. In tale ambito la Consob ha deciso di giocare il ruolo di "ente regolatore dell'informazione" e non, invece, quello di organo che rilascia preventivamente l'autorizzazione al rilascio di informazioni al mercato. La seconda importante innovazione è l'estensione della normativa dell'informativa societaria agli emittenti azioni o obbligazioni diffuse tra il pubblico, non quotati in mercati organizzati, con un patrimonio netto di almeno dieci miliardi di lire e con un numero di azionisti o di obbligazionisti superiore a duecento.

In generale, la cosiddetta *informazione periodica* risulta ora rappresentata essenzialmente da quella contabile approvata dal consiglio di amministrazione e dall'assemblea degli azionisti e fornita a scadenze canoniche: il bilancio d'esercizio, il bilancio consolidato, se redatto, i relativi verbali assembleari, le delibere delle assemblee straordinarie, la relazione semestrale (art.2428 c.c.) e la relazione trimestrale³. In particolare, l'introduzione dell'obbligo di redigere una rendicontazione trimestrale a partire dal primo Gennaio 2000 rappresenta l'innovazione

³ L'obbligo di redigere la relazione semestrale e la relazione trimestrale è a capo esclusivamente delle società quotate.

più importante del Testo Unico e del corrispondente regolamento di attuazione e si propone essenzialmente di ridurre il rischio per gli investitori di avere sorprese non gradite in occasione della divulgazione della semestrale e del bilancio annuale. Dal punto di vista giuridico, la relazione trimestrale, che entro quarantacinque giorni dalla fine di ciascun trimestre deve essere messa a disposizione presso la sede sociale e la Borsa Italiana, risulta costituita in base all'allegato 2D del Regolamento n°11520/98 dai prospetti contabili, dalle norme di commento a questi e dalle osservazioni fornite dagli amministratori circa l'andamento gestionale. La pubblicazione delle relazioni trimestrali non è richiesta nel caso in cui:

- a) la relazione semestrale sia resa pubblica entro 75 giorni dalla scadenza del semestre, e non entro i 120 giorni concessi dalla legge;
- b) il bilancio d'esercizio e quello consolidato approvati dal consiglio di amministrazione siano resi pubblici entro 90 giorni dalla chiusura dell'esercizio, e non entro il giorno successivo all'approvazione assembleare del bilancio stesso.

La notizia dell'avvenuto deposito della documentazione relativa al trimestre o al semestre è diffusa mediante un avviso pubblicato su almeno un quotidiano a diffusione nazionale; contestualmente, la relazione stessa deve essere trasmessa alla Consob. A conclusione di questa breve descrizione delle caratteristiche principali della relazione di fine trimestre, ricordiamo l'insidia nascosta dalla stessa, il cosiddetto *short-termism* ossia la tendenza che potrebbero assumere gli operatori di mercato a focalizzare eccessiva attenzione sui risultati di brevissimo periodo a svantaggio di quelli di medio-lungo termine.

Per quel che riguarda, invece, l'*informazione episodica*, essa è relativa ai fatti rilevanti che si verificano nella sfera dell'attività aziendale quali fusioni, scissioni, operazioni di ristrutturazione e riorganizzazione aziendale, riacquisto di azioni proprie, emissioni di obbligazioni e warrant. Gli obblighi informativi concernenti queste operazioni straordinarie sono elencati dettagliatamente dal legislatore, che si propone anche di descrivere con sufficiente chiarezza le conseguenze delle

operazioni stesse sia di tipo immediato rappresentate, ad esempio, dagli effetti di diluizione sia di tipo prospettico basate sui valori attesi di fatturato e costi. Focalizzando ora l'attenzione sulle norme principali relative all'informazione contabile nell'ambito del T.U.F., iniziamo la nostra analisi con l'art.117 che riforma essenzialmente la disciplina del bilancio consolidato per le società per azioni quotate nei mercati regolamentati o dell'Unione Europea e per gli emittenti strumenti finanziari quotati anche in mercati extra-europei. Il 1° comma di tale articolo riconosce al bilancio consolidato il ruolo di strumento informativo necessario agli investitori per le loro scelte e, per questo, prevede l'inapplicabilità per le società appena indicate dei casi di esonero dall'obbligo di redazione del bilancio consolidato elencati nei Decreti Legislativi n°127/91, n°87/92 e n°173/97. Le principali novità introdotte dal 1° comma sono il riferimento diretto al termine "*azioni*" ossia al capitale sociale e una validità estesa non solo alla borsa ma anche ai "*mercati regolamentati italiani o di altri paesi dell'Unione Europea*". Di conseguenza, tutte le società che raccolgono capitale di rischio su tali mercati devono garantire la rappresentazione unitaria dell'impresa-gruppo, indipendentemente dal mercato in cui i loro titoli sono negoziati. Il 2° comma stabilisce per gli emittenti strumenti finanziari quotati sia in mercati regolamentati italiani o di altri paesi europei ed extra-europei la possibilità di redigere il bilancio consolidato in accordo a principi contabili diversi da quelli previsti nei Decreti Legislativi n°127/91, n°87/92 e n°173/97. Tali principi devono essere specificati da un regolamento⁴ del Ministro di Grazia e Giustizia di concerto con il Ministro del Tesoro e possono essere proposti dalla Consob insieme alla Banca d'Italia (per le banche e le società finanziarie) e all'Isvap (per le imprese di assicurazione e riassicurazione). Devono essere riconosciuti in ambito internazionale e devono essere in accordo con le direttive in materia contabile dell'Unione Europea.

Le modifiche apportate dal Testo Unico della Finanza in materia di informativa societaria non si esauriscono nel riesame delle caratteristiche

⁴ La scelta della normativa secondaria appare opportuna in quanto capace di garantire quella irrinunciabile flessibilità e rapidità di risposta ai cambiamenti richiesti da questa materia in continua evoluzione.

del bilancio consolidato ma spaziano anche nella disciplina della cosiddetta *informativa continua* avente ad oggetto la tempestiva comunicazione al pubblico (*art.114*) e alla Consob (*art.115*) dei cosiddetti *fatti rilevanti*. La disposizione più importante è senza dubbio il primo articolo citato, il cui 1° comma stabilisce per la prima volta a livello legislativo l'obbligo a carico degli emittenti quotati e dei soggetti che li controllano di informare il pubblico sui fatti *price-sensitive* che li riguardano, ossia sui fatti relativi alla loro sfera di attività, "*non di pubblico dominio e idonei, se resi pubblici, ad influenzare sensibilmente il prezzo degli strumenti finanziari*". I tempi in cui la pubblicazione di tali informazioni era soggetta alla raccomandazione della Consob e anche quelli in cui la *disclosure* era concepita solo come strumento preventivo degli abusi degli insider sono ormai lontani e la trasparenza informativa acquista la sua autonomia e diviene un principio cardine della regolamentazione dei mercati. Nonostante la ratio della disposizione in esame sia basata sulla necessità degli operatori di mercato di ricevere dagli emittenti informazioni importanti per le loro decisioni di investimento e sulla necessità di comportamenti corretti e trasparenti da parte di quest'ultimi, per diversi motivi gli emittenti non sono chiamati a comunicare al mercato tutte le informazioni importanti per gli investitori. In tale situazione, infatti, la tutela della sfera di riservatezza dei primi sarebbe inesistente, gli obblighi informativi previsti sarebbero tali da dissuadere anche gli emittenti più incentivati alla quotazione e, infine, il mercato riceverebbe flussi di notizie incerti e frammentari, della cui utilità è lecito dubitare. In altre parole, l'applicazione del principio di trasparenza informativa non può essere talmente estesa da minacciare l'efficienza stessa del mercato cui dovrebbe essere strumentale.

Relativamente alla reale portata dell'imposizione il legislatore si limita a sancire principi la cui concreta attuazione può essere più o meno rimessa alla correttezza e buona fede degli attori di mercato. In primo luogo, i fatti in esame devono presentare un sufficiente grado di determinatezza in quanto, in caso contrario, sarebbe impossibile tradurli in un comunicato che consenta di conoscere il valore reale del titolo, anche se non è richiesto il requisito della certezza dato che il mercato finanziario stima

valori futuri, per definizione incerti. L'informazione oggetto degli obblighi informativi deve, inoltre, essere rilevante per le scelte di investimento degli operatori di mercato ossia non deve essere ancora incorporata nel prezzo dei titoli e non deve essere nota al mercato. Il riferimento all'essere "*non di pubblico dominio*", nonostante il significato sia esplicito, può determinare la nascita di alcuni interrogativi su quali condizioni debbano verificarsi affinché un evento perda tale peculiarità, a parte ovviamente la condizione di una sua formale pubblicazione. Un secondo aspetto caratterizzato da un margine di indeterminatezza è la cosiddetta *materialità* ossia la capacità di influire significativamente sulle decisioni degli investitori. Tale idoneità è oggetto di un giudizio prognostico, reso ex-ante, basato sul concetto molto elastico espresso dall'avverbio "*sensibilmente*": non è richiesto solo che la pubblicità del fatto sia in grado di determinare variazioni nell'andamento dei prezzi dei titoli, ma anche che tale prevedibile variazione sia sensibile, ossia significativa senza, però, specificare a priori l'effettivo significato del termine. A questo punto è necessario sottolineare il parallelismo tra le informazioni oggetto di disclosure e quelle oggetto del divieto di *insider trading* che analizzeremo nei paragrafi successivi. Quest'ultime, in particolare, possono essere relative sia alla specifica società considerata, ossia di origine interna all'emittente (*corporate information*) sia all'intero mercato, ossia esterna all'emittente stesso (*market information*). Dal momento che il 1° comma dell'art.114 prevede la divulgazione dei fatti che "*accadono nella sfera di attività*" dell'emittente "*e in quella delle società controllate*" (*corporate information*), è evidente che le informazioni oggetto di tale norma rappresentino un sottoinsieme di quelle oggetto della disciplina dell'*insider trading*. Il termine "*sfera di attività*" non considera, però, solo l'insieme delle informazioni create all'interno dall'emittente, ossia quelle, a consuntivo o prospettive, inerenti alla situazione economica, finanziaria, e patrimoniale ma anche l'insieme delle notizie aventi ad oggetto i rapporti instaurati dall'impresa con terze economie. Anche nel caso, quindi, in cui l'iniziativa alla base dell'informazione di rilievo relativa a uno di questi rapporti sia attribuibile all'altro soggetto, sorgerà a capo dell'emittente l'obbligo di

disclosure. Infine, in base ai principi sanciti dalla Consob, l'informazione deve essere continua, completa ed intelligibile. Relativamente ai tempi di diffusione dell'informazione, il Regolamento Consob n°11520/98 stabilisce il principio di tempestività secondo cui i fatti rilevanti del 1° comma dell'art.114 devono essere comunicati al pubblico *“senza indugio”*. Considerando la possibilità che la diffusione si verifichi durante gli orari di apertura dei mercati e che determini effetti sull'andamento dei prezzi, il regolamento in esame stabilisce che il comunicato sia inviato alla Consob e alla società di gestione del mercato con un anticipo di quindici minuti al fine di permettere una generica valutazione del suo possibile impatto sul mercato e eventuali sospensioni delle contrattazioni. Le informazioni devono essere diffuse, infine, in modo ampio e omogeneo, mediante l'invio di un comunicato alla società di gestione del mercato che lo rende disponibile al pubblico e ad almeno due agenzie di stampa.

Oltre all'informativa continua sui fatti rilevanti, il 1° comma dell'art.114 sancisce anche che *“la Consob stabilisce con regolamento le modalità dell'informazione del pubblico su tali fatti, detta disposizioni per coordinare le funzioni attribuite alla società di gestione con le proprie e può individuare compiti da affidarle per il corretto svolgimento delle funzioni previste dall'art.64, 2° comma, lett.b”*. L'affidamento alla società di gestione di compiti di competenza complementare da parte della Commissione non può oltrepassare il limite rappresentato dalle funzioni inderogabili della stessa. La Consob deve conservare, infatti, le competenze di regolamentazione in materia di informativa societaria indicate dal 1° comma dell'art.114, quelle di richiesta di informazioni di cui al 3° comma dello stesso articolo e quelle di vigilanza sulla correttezza delle informazioni stesse di cui al 1° comma dell'art.115.

Il 3° comma dell'art.114 T.U.F. permette, in particolare, alla Commissione di richiedere *“in via generale”* agli emittenti quotati e ai soggetti che li controllano *“che siano resi pubblici, con le modalità da essa stabilite, notizie e documenti necessari per l'informazione del pubblico”* e, in caso di inadempimento, di impegnarsi direttamente a spese degli interessati. In primo luogo, relativamente a tale articolo

possiamo sottolineare l'ampliamento dei poteri della Consob che, avendo la possibilità di richiedere informazioni "*in via generale*", disciplina con ampia discrezionalità obblighi informativi standardizzati per gli emittenti. In secondo luogo, è previsto che il potere della stessa Commissione di formulare richieste di diffusione di informazioni a singoli emittenti non sia più soggetto all'obbligo di sentire preventivamente gli amministratori, che potranno solo opporsi alla richiesta ai sensi del successivo comma quattro. Per ultimo, si nota che il potere di richiesta della Commissione incontra un limite principale, probabilmente l'unico, nella specificazione dei termini "*notizie e documenti*" che comprendono qualsiasi aspetto della vita aziendale dell'emittente purché necessario per l'informazione al pubblico. Nonostante sia richiesta una valutazione molto discrezionale, l'espressione dovrebbe coincidere con l'intera conoscenza a disposizione della società escluse la formulazione di giudizi e la realizzazione di documenti a contenuto complesso.

Se il 3° comma prevede, in caso di inottemperanza da parte degli emittenti, la possibilità per la Consob di procedere autonomamente alla divulgazione di fatti non ancora pubblici a spese degli interessati, il 4° comma consente a quest'ultimi di opporsi alla comunicazione al pubblico delle informazioni nel caso essa possa causare loro grave danno attraverso un reclamo motivato presentato alla Commissione, il cui effetto immediato è la temporanea sospensione degli obblighi informativi. Rispetto alla normativa originaria quella in esame considera l'esigenza di un mercato correttamente informato più importante dell'interesse alla riservatezza dell'emittente e, per questo, non richiede un semplice, sommario e teorico pregiudizio per evitare la pubblicazione ma la prova di un particolare, reale, anche se non certo, grave danno. In ogni caso, è la Consob in via esclusiva a stabilire l'opportunità o meno di evitare la divulgazione e, non avendo alcun obbligo in merito, è chiamata a rifiutare il reclamo nel caso in cui il pubblico rischi di ottenere una conoscenza errata su circostanze importanti. Il termine riconosciuto alla Consob per decidere corrisponde a sette giorni (e non a dieci giorni o a quarantotto ore come in passato), decorsi inutilmente i quali si applica il principio del *silenzio-accoglimento*. Quest'ultima ipotesi costituisce una novità

significativa della nuova norma che, a differenza di quelle previgenti, non traduce l'assenza di giudizio da parte dell'Organo di Vigilanza in un *silenzio-inadempimento*, riconoscendo al silenzio la qualità di categoria legale tipica. Nonostante questa importante novità, il procedimento descritto conserva ancora una pesante rigidità che non soddisfa le necessità di tempestività legate alla disciplina dell'informativa continua: la società deve decidere di stilare il reclamo motivato, che in seguito deve essere esaminato dalla Consob; quest'ultima, a sua volta deve stabilire se accettare o rifiutare l'istanza dell'emittente, che, in caso di mancato accoglimento, deve redigere un comunicato.

Infine, il 5° comma sempre dell'art.114 conferisce all'Autorità il potere di specificare con regolamento *“in quali casi e con quali modalità devono essere fornite informazioni al pubblico sugli studi e sulle statistiche concernenti gli emittenti quotati, elaborati da quest'ultimi, da intermediari autorizzati, nonché da soggetti in rapporto di controllo con essi”*. L'obbligo a capo degli emittenti di comunicare non solo fatti conosciuti, ma anche i risultati della loro attività di ricerca e di studio è stato visto come un disincentivo per la stessa attività e, per questo motivo, è stato oggetto di numerose critiche, che sono state ritrattate in seguito all'entrata in vigore del Regolamento di attuazione n° 11520/98. L'art.23 di quest'ultimo, infatti, considera la diffusione di studi e statistiche come una semplice facoltà dal momento che la principale preoccupazione della Consob non è l'imposizione di particolari obblighi di comunicazione relativamente a tali dati ma la garanzia che la loro diffusione si verifichi secondo modalità prefissate. A questo proposito, è necessario ricordare che la diffusione su base volontaria di dati revisionali, obiettivi quantitativi e dati contabili di periodo ad opera degli stessi emittenti deve essere realizzata sulla base delle stesse modalità previste per l'informativa continua.

Dopo aver considerato l'art.114 che disciplina l'informativa periodica, episodica e continua, analizziamo l'art.115 che indica i poteri di vigilanza riconosciuti alla Consob al fine di garantire *“la correttezza delle informazioni fornite al pubblico”* nell'ambito di tutti i mercati regolamentati italiani, senza alcuna distinzione tra borsa, mercato ristretto

o nuovo mercato. Il richiamo alla correttezza implicitamente definisce l'attività della Commissione come strumentale agli interessi degli investitori e del mercato. In tale ambito il termine correttezza non può essere interpretato solo come semplice garanzia di dati corretti ma anche come interesse all'accessibilità, alla chiarezza e all'utilità reale delle notizie fornite. In particolare, ai sensi del 1° comma l'Organo di Controllo può:

- a) *“richiedere agli emittenti quotati”* e, diversamente da quanto indicato dalla normativa precedente, *“ai soggetti che li controllano e alle società dagli stessi controllate la comunicazione di notizie e documenti”*;
- b) *“assumere notizie dagli amministratori, dai sindaci, dalle società di revisione”* e, per la prima volta, *“dai dirigenti delle società e dei soggetti indicati nella lett.a)”*;
- c) *“eseguire ispezioni presso i soggetti indicati nella lett.a)”*;

In altre parole, la Consob gioca un ruolo centrale nello sviluppo dell'informazione societaria destinata al mercato e tale caratteristica merita di essere sottolineata in quanto non è sempre presente nei principali mercati esteri. Nel mondo di matrice anglosassone, ad esempio, i principi di diritto societario su cui si basa la vita interna delle società rappresentano la fonte principale della disciplina dell'informativa societaria mentre gli interventi aggiuntivi, le cosiddette *listing rules* delle Borse rappresentano quella secondaria. In particolare, nel Regno Unito l'autorità pubblica di vigilanza, inizialmente il *Securities Investments Board* (Sib), oggi la *Financial Services Authority* (Fsa), non svolge specifici compiti in materia di informativa societaria. Negli Stati Uniti, nonostante goda di poteri rilevanti nei confronti delle società che sollecitano il pubblico risparmio, maggiori di quelli di ogni altra autorità di controllo, la *Securities Exchange Commission* (Sec) gioca un ruolo di secondo piano rispetto alle società di gestione, le Borse.

Inoltre, il 2° comma dell'art.115 permette alla Consob di esercitare i poteri di richiesta di cui al 1° comma anche nei confronti dei soggetti che detengono direttamente o indirettamente una partecipazione rilevante ossia superiore al 2% del capitale con diritto di voto, calcolata secondo i

criteri indicati dalla Consob stessa ai sensi dell'art.120 T.U.F. o nei confronti dei soggetti che partecipano a un patto parasociale previsto dall'art.122 dello stesso Testo Unico.

Infine, ai sensi del 3° comma la Commissione può "richiedere alle società o agli enti che partecipano direttamente o indirettamente a società con azioni quotate l'indicazione nominativa, in base ai dati disponibili, dei soci e, nel caso di società fiduciarie dei fiducianti". A questo punto, possiamo ricordare che coloro che non rispettino gli obblighi informativi definiti dagli artt.113⁵, 114, 115, 120 e 122 sono soggetti ai sensi dell'art.193 T.U.F. al pagamento di una sanzione pecuniaria di tipo amministrativo da cinque a trecento mila euro.

2.3. La disciplina italiana in materia di assetti proprietari

Al fine di garantire una concreta applicazione del principio della "trasparenza societaria", il legislatore italiano si è impegnato a indicare specifici adempimenti non solo in relazione all'informativa periodica ed episodica ma anche in corrispondenza di altri eventi di rilevante importanza nella vita di un'azienda come le variazioni che intervengono nella compagine azionaria. Ad esempio, le operazioni di acquisto e di vendita di azioni di una società, se compiute dalla società stessa o da una sua controllante o da altri soggetti appartenenti al medesimo gruppo, devono essere comunicate al mercato dalla capogruppo. Analoghi obblighi sono previsti in occasione di variazioni della partecipazione azionaria da parte di coloro che detengono il controllo della società.

L'attenzione di questa ricerca è focalizzata essenzialmente sulla disciplina della seconda categoria di variazioni degli assetti proprietari, la cui conoscenza può permettere sia ai piccoli azionisti sia agli investitori di valutare importanti aspetti in ordine alla futura gestione della società. Il primo intervento in materia è rappresentato ancora una volta dalla Legge n°216/74, che sancisce il passaggio dall'informazione societaria intesa come diritto soggettivo dell'azionista nei confronti della società

⁵ L'articolo 113, in particolare, detta le modalità secondo cui il prospetto informativo deve essere redatto da parte dell'emittente che desidera quotarsi in un mercato regolamentato.

all'informazione societaria intesa come obbligo generalizzato di quest'ultima nei confronti dei soci anche potenziali (in altre parole, del pubblico e del mercato) e come strumento di garanzia per l'effettuazione di scelte consapevoli d'investimento da parte di questi soggetti. In particolare, al fine di ridurre effetti indesiderati derivanti dalla presenza di incroci azionari quali l'annullamento del valore delle partecipazioni e l'influenza reciproca esercitata nelle varie assemblee, l'art.5 di tale legge stabilisce che le società azionarie o a responsabilità limitata con partecipazioni in una società quotata di valore superiore al 2% del capitale di quest'ultima e quelle azionarie con partecipazioni in una società non quotata di valore superiore al 10% del capitale della stessa hanno l'obbligo di comunicare sia alla Consob sia alla società partecipata le operazioni iniziali che determinano il superamento di tali soglie entro quarant'otto ore e le successive variazioni significative (pari ad almeno il 50% delle percentuali-limite, 1% e 5%) entro trenta giorni. Inoltre, l'art.5 bis stabilisce che *"tutti coloro che partecipano in una società con azioni quotate in borsa o ammesse alle negoziazioni nel mercato ristretto, in misura superiore al 10%, 20%, 33%, 50%, 75% del capitale di questa, devono darne comunicazione scritta alla società ed alla Consob entro due giorni..."*. Se nell'ambito della legge del 1974 l'obbligo di comunicazione è previsto solo per le società di capitali ed è finalizzato solo alla normativa degli incroci azionari, nell'ambito dell'art.7 della Legge n°281 del 4 Giugno 1985 il medesimo obbligo è esteso a qualsiasi persona fisica o giuridica, italiana o estera, con una partecipazione rilevante in una società quotata. Nonostante questo, la nuova norma presenta ancora dimensioni limitate per quel che riguarda la trasparenza societaria dal momento che gli obblighi di comunicazione devono essere ancora una volta adempiuti nei confronti della Consob, soggetta al segreto d'ufficio, e delle società partecipate, non incentivate a rivelare l'identità dei loro maggiori azionisti. Solo in seguito all'introduzione del Decreto Legislativo n°90 del 27 Gennaio 1992, che recepisce la Direttiva Comunitaria n°627/88, e dell'art.11 della Legge n°149 del 18 Febbraio 1992, la prospettiva si allarga definitivamente al mercato, che grazie

all'intervento della Commissione deve conoscere immediatamente le modifiche che intercorrono negli assetti proprietari.

L'attuale disciplina in materia di informativa sui fatti rilevanti è rappresentata dall'art.120 del Testo Unico.

Il 2° ed il 3° comma dell'articolo citato dispongono, analogamente alle disposizioni precedenti, che *“coloro che partecipano in una società con azioni quotate in misura superiore al 2% del capitale ne danno comunicazione alla società partecipata e alla Consob”* e che *“le società con azioni quotate che partecipano in misura superiore al 10% del capitale in una società con azioni non quotate o in una società a responsabilità limitata, anche estere, ne danno comunicazione alla società partecipata e alla Consob”*. Per quel che riguarda il calcolo della percentuale, e in generale nell'ambito delle norme sugli assetti proprietari, è opportuno sottolineare che il legislatore ha avvertito la necessità di specificare al 1° comma che il capitale di società per azioni coincide con quello *“rappresentato da azioni con diritto di voto”*. Più precisamente, il calcolo della percentuale della quota azionaria detenuta si basa non sull'intero valore nominale del capitale sociale indicato dall'atto costitutivo e dalle successive variazioni ma sul valore delle azioni aventi diritto di voto e, quindi, non considera le azioni prive di quest'ultimo diritto, ossia quelle di risparmio e quelle di godimento. L'operazione non esclude, però, le azioni privilegiate che attribuiscono il diritto di voto anche se limitatamente alle assemblee straordinarie e quelle relativamente alle quali il socio non può esercitare il diritto di voto per legge come le azioni proprie o per atti di disposizione negoziale come quelle date in pegno e in usufrutto.

Dal momento che la disciplina in esame si propone di accertare non solo la struttura proprietaria della compagine sociale ma anche le posizioni di potere effettive all'interno della società, il 4° comma dello stesso articolo prevede che la Consob, considerando anche le caratteristiche degli investitori, stabilisca con regolamento:

- a) *“le variazioni delle partecipazioni indicate nei commi due e tre che comportano obbligo di comunicazione”*;

- b) *“i criteri per il calcolo delle partecipazioni, avendo riguardo anche alle partecipazioni indirettamente detenute e alle ipotesi in cui il diritto di voto spetta o è attribuito a soggetto diverso dal socio”;*
- c) *“il contenuto e le modalità delle comunicazioni e dell’informazione del pubblico, nonché le eventuali deroghe per quest’ultima”;*
- d) *“ i termini per la comunicazione e per l’informazione del pubblico, che nel caso previsto dal comma tre possono avere carattere periodico”.*

L’attuazione di quest’ultimo comma è rappresentata dagli artt.117 e 121 del Regolamento Consob n° 11971 del 14 maggio 1999. Il primo dispone che tutti coloro che partecipano al capitale di una società quotata hanno l’obbligo di comunicare sia alla società partecipata sia alla Consob il superamento delle soglie percentuali del 2%, 5%, 7.5%, 10% e successivi multipli di 5. Il secondo specifica che la suddetta comunicazione deve essere effettuata entro 5 giorni di mercato aperto dall’operazione idonea a determinare il sorgere dell’obbligo. La Consob, a sua volta, deve comunicare al mercato l’informazione ricevuta entro tre giorni di mercato aperto dal ricevimento della comunicazione.

Il sistema sanzionatorio previsto per la violazione degli obblighi ora esaminati è costituito da soluzioni civili, penali e amministrative. Il 6° comma dell’art.120 T.U.F., la cui applicazione non considera le partecipazioni detenute attraverso società controllate dal Ministero del Tesoro, del Bilancio e della Programmazione Economica, descrive le sanzioni civili. Per le azioni di società quotate relativamente a cui non sono stati adempiuti gli obblighi informativi indicati dal 2° comma, è stabilita l’impossibilità di esercitare il corrispondente diritto di voto. Contrariamente al passato, la sospensione di tale diritto non è estesa a qualsiasi caso di violazione degli obblighi informativi ma solo alle situazione di omessa comunicazione del superamento del 2% di una partecipazione in società con azioni quotate.

2.4. L'evoluzione della disciplina italiana in materia di Insider Trading

Perseguendo l'obiettivo di accrescere la fiducia dei risparmiatori sull'efficienza e sulla correttezza del mercato, la disciplina dell'informazione continua su fatti rilevanti indicata dagli articoli appena descritti (artt.114-115-120 T.U.F.) si propone anche di prevenire il cosiddetto fenomeno dell'*insider trading*, a cui, peraltro, è espressamente dedicato il Capo IV del Titolo III del Testo Unico stesso. In particolare, attraverso l'imposizione della tempestiva diffusione di informazioni essa tende a realizzare una situazione di pari opportunità tra i diversi operatori e a ridurre quell'asimmetria informativa presente sul mercato finanziario di cui l'*insider trading* rappresenta l'aspetto deteriore.

Nonostante la vivacità del dibattito verificatosi in Italia, il nostro legislatore ha emanato la prima disciplina in materia di insider trading (Legge n°157/91) solo nel 1991, dopo circa sessant'anni dal Securities Act statunitense, la prima regolamentazione in assoluto emanata in merito. Prima di allora, non esistendo una legge specifica che reprimesse tale condotta illecita, si utilizzavano altre norme che, concepite per finalità diverse, potevano e tuttora possono svolgere solo una funzione preventiva rispetto al verificarsi di casi di insider trading.

Carattere preventivo può avere, per esempio, l'art.17 della Legge 7 Giugno 1974, n°216, che impone ad amministratori, sindaci e direttori generali di società con azioni quotate in borsa di dichiarare per iscritto sia alla società che alla Consob le partecipazioni nella società stessa o in società da questa controllate, possedute direttamente o per tramite di società fiduciarie o per interposta persona da loro, dai coniugi non separati e dai figli minori, e di informare, sempre per iscritto, la Consob delle operazioni successivamente effettuate, con l'indicazione del prezzo pagato o ricevuto. Altre norme del sistema vigente la cui operatività può essere estesa al fine di colpire l'*insider trading* sono: l'art.622 c.p., l'art. 2628 c.c. relativo all'aggiottaggio societario e l'art.2622 c.c.. Quest'ultimo articolo, però, pur prevedendo la reclusione fino ad un anno e la multa per gli amministratori, i direttori generali e i liquidatori, che, senza giustificato motivo, si servono a profitto proprio od altrui di notizie avute a causa del loro ufficio, se dal fatto può derivare pregiudizio alla

società, è intesa unicamente alla tutela dell'interesse sociale e non alla tutela del mercato mobiliare.

Si possono, invece, prestare a sanzionare ipotesi specifiche di insider trading norme quali l'art.15 del D.P.R. n°136 del 31 marzo 1975, che punisce penalmente, su querela della società cui si riferiscono le notizie, gli amministratori ed i dipendenti di società di revisione che si servono, a profitto proprio o altrui, di notizie riservate avute a causa della loro attività e relative alla società assoggettata a revisione. Si tratta di una norma specifica, diretta a colpire esclusivamente comportamenti di amministratori o dipendenti di società di revisione. La ratio della norma non coincide con la tutela del mercato o dei terzi contraenti ma con la difesa delle società soggette a revisione da abusi dei revisori stessi. Questo profilo è sottolineato dalla sinteticità della norma che, almeno per quanto riguarda l'attività che potremmo definire più propriamente di insider trading, prescinde da qualsiasi definizione di informazione riservata. E' irrilevante che si tratti di notizie potenzialmente in grado di influenzare i corsi del titolo cui si riferiscono; è irrilevante che il profitto sia prodotto attraverso la negoziazione di titoli della società sottoposta a revisione; è irrilevante anche che il profitto derivi dalla negoziazione di titoli. Il comportamento sanzionato è il semplice trarre vantaggio da parte di amministratori e dipendenti della società di revisione, e solo da parte loro, di informazioni raccolte nell'esercizio della loro attività, indipendentemente dalle motivazioni e dalle conseguenze di tale comportamento.

Una seconda norma utilizzata al fine di reprimere l'insider trading è l'art.4, 5°comma, della Legge n°77 del 23 marzo 1983 che vieta ai fondi comuni di investimento mobiliare l'investimento in titoli emessi da società o enti dei cui organi facciano parte gli amministratori della società di gestione del fondo. Lo scopo della previsione è chiarissimo: si intende evitare, attraverso un divieto generalizzato di certe operazioni, che potremmo definire a "rischio", che si creino i presupposti per attività di insider trading su titoli da parte di soggetti che quasi istituzionalmente sono in possesso di informazioni riservate.

Infine, l'art.326, 3° comma, introdotto nell'ordinamento italiano dall'art.15 della Legge del 26 aprile 1990, merita particolare attenzione. Tale articolo prevede che il pubblico ufficiale che *“per procurare a sé o ad altri un indebito profitto patrimoniale, si avvale illegittimamente di notizie d'ufficio, le quali devono rimanere segrete, è punito con la reclusione da due a cinque anni”*, mentre una pena minore è prevista se il fatto è indirizzato al conseguimento di un profitto non patrimoniale ovvero a *“cagionare ad altri un danno ingiusto”*. La fattispecie qui disciplinata ha tutte le caratteristiche proprie che qualificano l'attività di insider trading: 1) l'uso illegittimo di notizie destinate a rimanere segrete; 2) lo scopo di procurarsi o di procurare a terzi un indebito profitto, patrimoniale o meno; 3) la qualificazione del soggetto attivo del reato. Inoltre, siamo in presenza di un delitto punibile a titolo di dolo specifico come indicato dalla clausola che richiama allo scopo del profitto o del danno: per la punibilità del fatto non è necessario che lo scopo dell'azione (il vantaggio o il danno) si realizzi effettivamente.

Nell'anno successivo all'entrata in vigore di quest'ultima norma è promulgata come recepimento della Direttiva Comunitaria n°592/89 l'attesa legge anti-insider trading, denominata *“Norme relative all'uso di informazioni riservate nelle operazioni in valori mobiliari e alla Commissione nazionale per le società e la borsa”*, costituita da undici articoli .

Tale disciplina è stata aspramente criticata in dottrina sin dall'inizio, non solo per la scelta essenzialmente penale, ma soprattutto per l'estrema rigidità dei moduli repressivi, l'eccessiva estensione dei soggetti e delle condotte vietate, l'indeterminatezza degli elementi costitutivi e le diverse fattispecie di reato. Il sistema della Legge n°157/1991 risultava, infatti, caratterizzato dalla previsione, nei confronti di chiunque si trovasse in una posizione di privilegio informativo, di un obbligo di astensione: astenersi dal compiere operazioni borsistiche e dall'estendere a terzi tale posizione di privilegio attraverso la comunicazione della notizia o il suggerimento dell'operazione. Se da un lato la costruzione del reato secondo il modello della violazione dell'obbligo di astensione realizzava una semplificazione nell'individuazione del fatto penalmente rilevante,

rendendo così più agevole il suo possibile accertamento, dall'altro appariva anticipare notevolmente la soglia dell'intervento repressivo delle condotte in questione. Andando ben oltre il minimo adeguamento richiesto dalla direttiva comunitaria, il legislatore italiano sembrò attuare una trasposizione acritica di fattispecie delittuose maturate in altri ordinamenti, senza la necessaria ponderazione del più generale quadro normativo in cui le stesse disposizioni erano inserite.

In particolare, l'Italia ha visto un percorso diverso da quello compiuto in altri paesi, dove la criminalizzazione dell'insider trading è avvenuta in modo graduale, in sintonia con l'evoluzione della regolamentazione dell'informativa societaria. Nel nostro paese al rigore repressivo connesso all'obbligo di astensione dettato dalla Legge n°157/1991 si contrapponeva una disciplina dell'informativa societaria continua appena agli albori, dettata principalmente in funzione preventiva rispetto al fenomeno dell'abuso di informazioni privilegiate. In tale contesto normativo, si poteva affermare che se l'insider italiano era assoggettato alla *disclose or abstain rule*, la sua *duty to disclose* era paradossalmente più ampia di quella esistente in capo all'emittente o agli emittenti. Tale disciplina è stata radicalmente modificata grazie all'entrata in vigore del "Testo Unico delle Disposizioni in materia di Intermediazione Finanziaria" emanato con il Decreto Legislativo n°58/1998. L'attuale disciplina italiana in materia di insider trading è rappresentata dagli artt.180-187⁶ di questa normativa che, analogamente alla Direttiva CEE n°592/89, ha il suo principio ispiratore nella cosiddetta "*filosofia della trasparenza*"⁷ in quanto da un sistema fondato sulla riservatezza ossia sul privilegio di chi sia in grado di avere una parte in essa, si è passati ad un sistema fondato sulla trasparenza ossia sull'eguaglianza, effettiva o quanto meno potenziale, di tutti i protagonisti del sistema medesimo, per

⁶ E' opportuno precisare che l'art.181 del T.U.F. relativo all'aggiottaggio su strumenti finanziari è stato abrogato dall'art.8 Decreto Legislativo dell'11 Aprile 2002. Tale reato è attualmente previsto dall'art.2637 del codice civile che recita che "*chiunque diffonde notizie false, ovvero pone in essere operazioni simulate o altri artifici concretamente idonei a provocare una sensibile alterazione del prezzo di strumenti finanziari, quotati o non quotati, ovvero ad incidere in modo significativo sull'affidamento che il pubblico ripone nella stabilità patrimoniale di banche o di gruppi bancari, è punito con la reclusione da uno a cinque anni*".

⁷ Musco E. (1994), "La società per azioni nella disciplina penalistica", in *Trattato delle società per azioni*, Utet, Torino.

quanto attiene l'accessibilità delle notizie su cui fondare le proprie decisioni.

In particolare, il 1° comma dell'art.180 specifica come soggetti attivi del reato i soci e tutti coloro che *“in ragione dell'esercizio di una funzione, anche pubblica, di una professione o di un ufficio”* siano in possesso di informazioni privilegiate. Relativamente all'esercizio di una professione la norma in esame sembra considerare *“tutti coloro che effettuano una prestazione a favore della società inquadrabile in un rapporto di lavoro autonomo o che sono legati ad essa da vincoli contrattuali, in forza dei quali esplicano sistematicamente la propria attività”*. Questi soggetti sono chiamati insider primari e si distinguono dai cosiddetti insider secondari o tippee grazie all'esistenza di un collegamento causale tra funzioni svolte ed apprendimento della notizia. I tippee, a loro volta, sono i primi destinatari dell'informazione ottenuta dagli insider primari. A differenza della Legge n°157/91 che, con una severità in verità eccessiva, estendeva ai tippee tutti i divieti applicabili agli insider, il Testo Unico ha previsto per quest'ultimi solo il divieto di acquistare, vendere o compiere altre operazioni avvalendosi dell'informazione riservata, pur conservando a capo degli insider primari i tre divieti originari ossia quello di compiere operazioni borsistiche, quello di trasmettere a terzi senza giustificato motivo l'informazione ricevuta (**tipping**) e quello di dare un consiglio sulla base della stessa (**tuyautage**). A questo proposito, sottolineiamo che la seconda condotta illecita identificata si pone su un piano di disvalore inferiore rispetto alla prima e alla terza. Mentre non esiste alcuna differenza sostanziale tra l'utilizzo diretto da parte dell'insider dell'informazione privilegiata e il suggerimento dell'operazione ad un terzo, la comunicazione della notizia da parte dell'insider ad altri non determina, quale conseguenza diretta, la presenza sul mercato di operatori in posizione di privilegio. La comunicazione a terzi dell'informazione, infatti, può avere finalità del tutto diverse dallo sfruttamento di una posizione di privilegio informativo su un mercato regolamentato in quanto il fatto che l'informazione sia confidata ad un terzo in violazione degli obblighi di riservatezza non implica che il destinatario della notizia ne farà uso nell'ambito di transazioni borsistiche.

Dopo aver descritto i soggetti attivi del reato e le condotte vietate, focalizziamo l'attenzione su una delle maggiori difficoltà che qualsiasi normativa anti-insider trading deve affrontare ossia la definizione del vantaggio informativo rilevante. Non potendo impedire, infatti, l'utilizzo di qualsiasi vantaggio informativo, indipendentemente dalla sua importanza, pena un'iniqua paralisi degli insider, è necessario definire una soglia di rilevanza dell'informazione oltre la quale il suo impiego non possa essere consentito. In base al 3° comma dell'art.180, l'informazione privilegiata è:

- a) un'informazione di cui il pubblico non dispone,
- b) specifica, di contenuto determinato,
- c) concernente strumenti finanziari o emittenti di strumenti finanziari,
- d) che, se resa pubblica, sarebbe idonea a influenzarne sensibilmente il prezzo.

Il presupposto essenziale dell'informazione privilegiata è rappresentato dal suo non essere ancora pubblica in modo tale che la posizione di vantaggio dell'insider si traduca nella conoscenza anticipata di notizie che dovranno essere successivamente divulgate. A differenza dell'art.3 della precedente Legge n°157/91, ove si disponeva che l'informazione non fosse "*resa pubblica*" (termini già utilizzati dalla direttiva comunitaria e dalla disciplina inglese), l'art.180 utilizza la locuzione "*di cui il pubblico non dispone*" e sembra focalizzare l'attenzione sulle modalità di divulgazione dell'informazione. Affinché l'informazione perda rilevanza ai fini dei divieti imposti dalla normativa in esame, non è, in particolare, sufficiente che sia stata "pubblicata", essendo necessario che siano adottate forme di pubblicità tali da rendere la stessa concretamente accessibile al pubblico, ossia che gli investitori siano stati messi nelle condizioni di venirne a conoscenza. Di fatto tale modifica si rivela più formale che sostanziale in quanto la norma non precisa le modalità di divulgazione che consentano di ritenere la stessa disponibile al pubblico. In tale ambito il punto di riferimento sembra essere ancora una volta il Regolamento Consob n° 11520/98, il cui art.20 prevede per la divulgazione dei fatti rilevanti l'invio di un comunicato alla società di

gestione, che a sua volta lo rende disponibile al pubblico, e ad almeno a due agenzie di stampa.

In secondo luogo, al fine di escludere dall'ambito della disciplina non solo le mere voci, ma anche le notizie dai contorni vaghi e generici, prive di un riscontro oggettivo, l'art.180 stabilisce che l'informazione privilegiata sia "*specificata*" e "*di contenuto determinato*". In altre parole, pur non dovendo essere certa, essa deve aver raggiunto un certo grado di concretezza relativamente ad un fatto accaduto o che sta per accadere o ad una decisione presa o che sta per essere presa. In generale, non è prevista alcuna specificazione relativamente all'oggetto della notizia se non il riferimento a "*strumenti finanziari o emittenti di strumenti finanziari*" e l'informazione rilevante può essere di qualunque tipo, sia *inside* o *corporate information* sia *outside* o *market information*. Le prime, come già accennato in materia di informativa societaria, sono elaborate all'interno dell'emittente e possono essere utilizzate solo in seguito ad una decisione presa dal consiglio di amministrazione o da altra autorità da esso delegata secondo il criterio di maggiore rispondenza agli interessi societari; sono relative alle conoscenze sviluppate all'interno delle imprese, alla loro situazione patrimoniale (dividendi, passività, utili, ecc.) o alle prospettive di sviluppo (stipulazione di rilevanti contratti, importanti invenzioni o scoperte, apertura di nuovi mercati, ecc.). Le seconde, invece, si caratterizzano per la loro provenienza da fonti esterne alla società e per la loro idoneità ad esercitare un effetto non sulla situazione gestionale o patrimoniale di un'impresa né sul valore dei suoi titoli, bensì sulla loro quotazione: esse possono riferirsi alla società come ente nel caso, ad esempio, di progetti di fusione o di OPA oppure direttamente ai suoi titoli come i provvedimenti di natura giuridica, politica e fiscale in grado di influenzare un settore di mercato o una semplice impresa.

Infine, l'art.180 del T.U.F., analogamente all'art.114 del T.U.F. in materia di obblighi informativi, richiede all'informazione privilegiata l'idoneità, se resa pubblica, di influenzare sensibilmente il prezzo dei titoli ossia di essere *price-sensitive*. La norma in esame non indica un criterio specifico attraverso cui identificare in quali casi l'informazione

sia effettivamente *material* e, precisando che la sua capacità di incidere sul prezzo dei titoli deve essere sensibile, si limita a fornire un parametro quantitativo generico. Inoltre, l' idoneità a cui allude la norma, secondo lo schema tipico dei reati di pericolo, è un' idoneità concreta da valutarsi *ex-ante*, prescindendo da tutte le circostanze conosciute a posteriori e considerando solo quelle conoscibili nel momento in cui l' operazione è posta in essere. L' importanza riconosciuta alla potenzialità *ex-ante* della notizia di poter essere sfruttata anticipatamente suggerisce di considerare la responsabilità dell' insider anche nel caso in cui l' influenza sensibile sul prezzo non si sia verificata una volta resa pubblica l' informazione oppure nel caso in cui la stessa si sia verificata ma in senso opposto a quello ipotizzato a priori.

Se l' art.180 del T.U.F. appena analizzato descrive le condotte vietate in materia di insider trading, l' art.182 indica le cosiddette pene accessorie, l' art.183 specifica l' ambito di applicazione delle norme appena citate, l' art.184 enumera le misure interdittive e gli artt.185-186 individuano nella Consob l' autorità preposta all' accertamento delle violazioni in esame e le attribuiscono speciali poteri d' indagine a tal fine. In particolare, il 1° comma dell' art.185 impone al pubblico ministero, titolare delle indagini penali, di informare "*senza ritardo*" il presidente della Consob quando riceve notizia di abuso di informazioni privilegiate, senza specificare se egli sia l' unico destinatario. La Commissione, a sua volta, può assumere provvedimenti di sua competenza a tutela dei mercati e nei confronti dei soggetti vigilati e può avviare l' attività di verifica delle violazioni. Essa, quindi, non svolge più la funzione di collettore delle denunce dei reati di insider trading nei confronti dell' autorità giudiziaria ma svolge il ruolo essenziale nell' azione di repressione dell' attività criminale in esame di qualificato supporto tecnico dell' autorità inquirente.

A conclusione di questa sintetica descrizione dell' attuale disciplina italiana in materia di insider trading, è opportuno precisare che nonostante le diverse modifiche apportate la nuova normativa non offre ancora garanzie sufficienti in materia di efficacia e tempestività dell' azione. La riforma rafforza il momento ispettivo, inasprisce le

sanzioni, ma, purtroppo, indebolisce la definizione del comportamento illecito: attualmente è necessario dimostrare non solo il possesso delle informazioni riservate ma anche il loro utilizzo.

2.4.1. L'attività svolta dalla Consob

Dal momento che, come indicato nel paragrafo precedente, l'autorità preposta all'accertamento delle violazioni in materia di abuso di mercato è la Consob, può essere interessante analizzare l'attività da essa svolta a partire dal 1991, anno dell'entrata in vigore della prima legge anti-insider trading, focalizzando l'attenzione sul 2003, l'ultimo anno di cui sono disponibili i dati. In questo periodo la Commissione ha inviato all'Autorità Giudiziaria ventisei relazioni relative ad accertamenti compiuti durante l'attività di controllo esercitata sui mercati. In corrispondenza di sedici casi, analogamente a quello che si è verificato nel 2002, è stata accertata la sussistenza di un illecito: tredici ipotesi di reato presuppongono abuso di informazioni privilegiate, tre aggiottaggio. In corrispondenza dei rimanenti dieci casi non sono state configurate ipotesi di reato (vedere Tabella n°2.1.).

Tabella 2.1.: Risultanze delle Indagini in materia di insider trading ed aggiottaggio.

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Relazione con segnalazione di ipotesi di reato	19	21	30	21	18	16	16
Relazione al termine di accertamenti senza segnalazioni di ipotesi di reato	33	15	8	5	10	9	10
Totale	52	36	38	26	28	25	26

Fonte: Relazione annuale Consob 2003

Per quel che riguarda i tredici casi caratterizzati dalla configurazione di reato, la tipologia ricorrente di informazione riservate oggetto dell'azione di abuso è stata il lancio di offerte pubbliche di acquisto (5 casi su 13, vedere Tabella n°2.2.). Relativamente agli altri casi, l'informazione privilegiata concerne la fusione con una società quotata in un mercato

estero, il rimborso anticipato di due emissioni obbligazionarie, il differimento della scadenza di un *call warrant* su azioni quotate, il contenuto di studi e raccomandazioni da diffondere al pubblico, le difficoltà economico-finanziarie della società emittente e ordini price sensitive front-running (vedere Tabella n°2.2.).

Tabella 2.2.: Tipologia delle informazioni privilegiate nelle segnalazioni all'Autorità Giudiziaria in cui si ipotizza il reato di insider trading.

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Mutamento del Controllo-OPA	7	13	13	6	9	1	5
Risultati Economici-Situazione Patrimoniale e Finanziaria	4	1	4	1	--	1	2
Operazioni sul capitale	2	3	3	3	2	2	1
Fusioni-Scissioni	3	--	2	7	3	3	5
Altre	--	--	--	1	2	1	2
Di cui per ipotesi di front running	--	--	--	1	2	1	2
Totale	16	17	22	17	14	7	13

Fonte: Relazione annuale Consob 2003

Infine, nel corso del 2003 sono state notificate alla Commissione sedici richieste di archiviazione a conclusione delle indagini preliminari relative ad ipotesi di abuso di informazioni privilegiate segnalate dalla Consob (vedere Tabella n°2.3.).

Tabella2.3.: Esiti delle relazioni inviate all'Autorità Giudiziaria in materia di insider trading e aggioaggio.

	<i>1991-1998</i>	<i>1999</i>	<i>2000</i>	<i>2001</i>	<i>2002</i>	<i>2003</i>	<i>Totale</i>
<i>Archiviazione</i>	11	10	6	12	10	16	65
<i>Archiviazione parziale</i>	--	1	4	1	--	--	6
<i>Richiesta di rinvio a giudizio</i>	6	2	2	3	2	--	15
<i>Sentenza di patteggiamento</i>	3	1	3	2	--	--	9
<i>Sentenza di condanna</i>	2	--	--	1	2	--	5
<i>Sentenza di assoluzione</i>	--	1	--	--	--	--	1
<i>Sentenza di non luogo a procedere</i>	--	1	--	--	--	--	1
<i>Sentenza di estinzione del reato per prescrizione</i>	--	--	1	--	2	1	4
<i>Totale</i>	22	16	16	19	16	17	106

Fonte: Relazione annuale Consob 2003

A conclusione della descrizione dell'attività svolta dall'Organo di Vigilanza, per ragioni di completezza si pone l'esigenza di richiamare anche i più famosi casi relativi al reato di insider trading.

La prima condanna relativa a questo reato, pronunciata dal Tribunale di Roma, risale al 1996 e ha come protagonista il promotore finanziario di Fideuram S.p.A., *Luigi Busiello*. In particolare, nel maggio del 1991 i vertici di Fideuram S.p.A., Banca Manusardi ed Istituto Mobiliare Italiano (IMI), azionista di controllo di entrambe le società appena citate, decidono la fusione per incorporazione della prima società nella seconda. In attesa di ottenere l'autorizzazione della Banca d'Italia, i vertici delle società coinvolte mantengono segreta la deliberazione. Nello stesso momento, però, da parte sua Busiello acquista ingenti quantitativi di valori mobiliari di Banca Manusardi e consiglia a due amici, Della Rocca e Carrese, di effettuare le sue stesse operazioni. In base alla Legge n°157/91 Busiello è riconosciuto colpevole dei reati di insider trading e tuyatage e, per questo, in base agli artt.533 e 535 c.p.p., è condannato, con le circostanze attenuanti generiche derivanti dalla mancanza di precedenti giudiziari da parte sua, alla pena di tre mesi di reclusione e lire

12.000.000 di multa, oltre al pagamento delle spese processuali; è interdetto dai pubblici uffici, dalla professione di intermediario finanziario, dagli uffici direttivi delle persone giuridiche e delle imprese ed è dichiarato incapace di contrattare con la pubblica amministrazione per sei mesi. E' ordinata la pubblicazione della sentenza per una sola volta e per estratto sui quotidiani "Il Sole 24 Ore" e il "Corriere della Sera" a spese dell'imputato. Infine, visti gli artt.163, 164 e 166 c.p., il tribunale di Roma ordina che l'esecuzione della pena principale e di quelle accessorie rimanga sospesa per i termini ed alle condizioni di legge.

Nell'Ottobre sempre del 1996, la Procura della Repubblica di Torino inizia le indagini sull'ipotesi di insider trading formulata dalla Consob nei confronti dell'ex-presidente della Olivetti, *Carlo De Benedetti*. Più dettagliatamente, questo soggetto è sospettato di essere il regista effettivo delle numerose operazioni di vendita di azioni Olivetti compiute da una società di intermediazione mobiliare vicina alla famiglia De Benedetti tra fine agosto ed inizio settembre dell'anno 1996, ossia alla vigilia dell'approvazione della semestrale del gruppo di Ivrea, che avrebbe rivelato agli investitori una situazione peggiore da quella da loro supposta. Dopo essere stato iscritto nel registro degli indagati, però, nel luglio del 1997 l'ingegner De Benedetti chiede ed ottiene di patteggiare⁸ ossia di evitare la condanna penale.

Focalizzando l'attenzione su casi più recenti, possiamo ricordare la sentenza del Tribunale di Brescia in data 25 Giugno 2002 nei confronti del presidente di Hopa, *Emilio Gnutti*, e dell'imprenditore bresciano *Ettore Lonati*. In seguito allo sfruttamento di informazioni riservate concernenti programmi di acquisizione della IIL, società costituenda, derivante dalla scissione della CMI (Costruzioni Metalliche Industriali), i due agenti ora

⁸ Patteggiamento: "Accordo tra l'imputato e la pubblica accusa che può avere ad oggetto sia il tipo di reato per il quale si procede sia il tipo sia la misura della pena. E' stipulato al fine di evitare il dibattimento e, quindi, l'intero svolgimento del processo. Presupposto principale è la confessione o l'assunzione di responsabilità da parte dell'imputato del reato patteggiato con la pubblica accusa (ammissione di colpevolezza). Con l'introduzione del processo penale di natura accusatoria, è stato previsto nell'ordinamento italiano l'istituzione dell'applicazione della pena su richiesta delle parti (art.444 c.p.p.). L'ambito di applicazione è limitato ai reati per i quali è prevista una sanzione sostitutiva o una pena pecuniaria o una pena detentiva che tenuto conto delle circostanze e diminuita fino ad un terzo non superi i due anni."

La definizione è stata tratta da: Galgano (1996), *Dizionario enciclopedico del diritto*, Cedam, Padova.

citati sono condannati rispettivamente a 8 e a 6 mesi di carcere e al pagamento di una multa di 100.000 euro ciascuno, senza sospensione condizionale della pena. Nei confronti degli stessi sono disposte anche l'interdizione dai pubblici uffici, dagli uffici direttivi delle persone giuridiche e delle imprese e l'incapacità di contrattare con la pubblica amministrazione.

Al contrario, la Procura della Repubblica di Milano ha recentemente archiviato la richiesta di indagine formulata dalla Consob relativamente a transazioni effettuate su alcuni titoli del gruppo Pirelli: prima di un forte rialzo dei prezzi, determinato dalla realizzazione di un'operazione straordinaria, una banca ha acquistato un quantitativo anomalo di titoli ed il cognome del responsabile di tali acquisti coincide, casualmente, con il cognome del direttore industriale di una società dello stesso gruppo considerato.

2.5. La nuova disciplina sull'Internal Dealing

A causa del continuo verificarsi su scala internazionale di clamorosi scandali capaci di minare la fiducia degli investitori, si è diffusa nei primi anni di questo millennio l'esigenza di una nuova regolamentazione al fine di garantire mercati efficienti e trasparenti. Lo scandalo più famoso è quello della società americana di trading energetico Enron i cui dirigenti avevano provveduto a vendere le azioni della loro società poco prima che fossero diffuse le notizie sul dissesto, salvando in questo modo i loro patrimoni a danno della generalità degli investitori. In questa circostanza gli Stati Uniti non hanno fatto attendere la loro reazione e, attraverso la Sarbanes-Oxley Act, hanno irrigidito le norme sulle compravendite di titoli societari da parte di manager e grandi azionisti (*Internal Dealing*). Per quel che riguarda l'Italia, anche nel nostro paese il caso Enron ha richiamato l'attenzione sulla necessità di ridurre il potere discrezionale degli amministratori, dei direttori generali e dei sindaci garantito dall'asimmetria informativa che si frappone fra questi e i cosiddetti outsider e sul tentativo di allineare quanto più possibile gli interessi delle due categorie di soggetti indicate. La normativa in vigore secondo cui

l'internal dealing doveva essere reso noto una volta all'anno, all'interno della relazione sulla gestione allegata al bilancio è stata, quindi, sostituita dal Titolo 2.6 (Obblighi degli emittenti) del Regolamento dei Mercati Organizzati e Gestiti da Borsa Italiana S.p.A., deliberato dall'assemblea di Borsa Italiana S.p.A. del 29 Aprile 2002 e approvato con delibera Consob n°13655 del 9 Luglio 2002. A differenza di quella in materia di insider trading, la norma in esame non si pone come una disciplina penale che prevede fattispecie di reato, ma come una regola di comportamento imposta dal soggetto gestore del mercato. La norma in esame, in particolare, si propone di conciliare richieste contrapposte: da una parte, per colmare un vuoto normativo, stabilisce gli obblighi di comunicazione al pubblico nel caso di transazioni effettuate dalle persone rilevanti⁹ e dall'altra, per evitare una regolamentazione troppo pervasiva e pesanti procedure amministrative, lascia ampio spazio all'autodisciplina. A tal fine, ha posto a capo delle società quotate a partire dal primo Gennaio 2003 l'obbligo di redigere un codice di comportamento¹⁰ diretto ad individuare le "persone rilevanti" e a disciplinare i flussi informativi delle stesse. Ai sensi del 2° comma dell'art.2.6.3 del regolamento citato l'emittente nell'ambito del codice di comportamento:

- a) *"identifica le persone rilevanti destinatarie degli obblighi di comunicazione previste dallo stesso codice"*;
- b) *"definisce gli obblighi di comportamento e informativi che le persone rilevanti sono tenute a rispettare nei confronti della società, ai fini di quanto previsto dall'art.2.6.4"*;
- c) *"individua il soggetto preposto al ricevimento, alla gestione e alla diffusione al mercato delle informazioni richieste, al fine di assicurare il rispetto delle disposizioni di cui all'art.2.6.4"*.

Inoltre, il 3° comma dello stesso articolo prevede che il codice di comportamento può anche *"disciplinare direttamente, ovvero indirettamente attribuendo detta facoltà al consiglio di amministrazione,*

⁹ Per persone rilevanti si intendono gli amministratori, i sindaci e i direttori generali della società, nonché ogni altra persona che abbia accesso in virtù dell'incarico ricoperto nella società o nelle sue principali controllate a informazioni privilegiate.

¹⁰ 228 società (pari all'88% del totale) ha dato comunicazione di aver adottato il codice di comportamento. Nell'ambito del Mib 30 la percentuale in esame sale al 96%.

Fonte: Assonime (2003), *"Analisi dello stato di attuazione del Codice di Autodisciplina delle società quotate"*, Note e Studi n°57.

l'eventuale divieto o limitazione al compimento da parte delle persone rilevanti, in determinati periodi dell'anno, delle operazioni di cui all'art.2.6.4, nonché l'eventuale obbligo di comunicazione degli atti di esercizio di stock option o di diritti di opzione". A questo riguardo, abbiamo rilevato che solo poco più della metà delle società quotate nei mercati gestiti da Borsa Italiana ha deciso di trattare direttamente nel proprio codice di comportamento gli obblighi in merito ai *black out period* e all'esercizio di stock option. Oltre la metà di queste società hanno delegato al consiglio di amministrazione il potere di disciplinare la materia dei black out period mentre la maggior parte delle stesse ha preferito non specificare l'organo amministrativo dotato della facoltà di regolamentare la materia degli atti di esercizio di stock option.

Per quel che riguarda le tempistiche della divulgazione, sono previste due tipi di comunicazione, quella trimestrale e quella immediata. La comunicazione di operazioni di ammontare compreso tra 50.000 euro e 250.000 euro deve essere periodica, ossia compiuta il decimo giorno di borsa aperta successivo alla chiusura del trimestre solare di riferimento. Il trimestre si pone, quindi, come periodo di base cui riferirsi: se, ad esempio, un insider compie un'operazione di valore pari a 49.000 euro nel primo trimestre (Gennaio-Febbraio-Marzo) ed una seconda operazione di pari importo nel secondo trimestre (Aprile-Maggio-Giugno) non è soggetto ad alcun tipo di obbligo informativo. La comunicazione di operazioni di ammontare superiore a 250.000¹¹ euro deve essere immediata e compiuta senza indugio. In particolare, Borsa Italiana dispone che l'emittente comunichi l'avvenuta transazione entro tre giorni di borsa aperta dalla data della stessa, anche se concede piena autonomia relativamente ai tempi interni ossia non specifica nulla in merito alla comunicazione dell'operazione da parte della persona rilevante alla società stessa. A questo proposito, sono doverose due precisazioni. In primo luogo, le indicazioni fornite in merito alle soglie rilevanti sono descritte nelle *Istruzioni* ai regolamenti di Borsa e non nei regolamenti stessi affinché le norme in esame possano più facilmente adattarsi alle esigenze che potranno manifestarsi in futuro.

¹¹ La soglia oltre la quale scattano gli obblighi di trasparenza non considera solo le singole operazioni ma anche i loro effetti cumulati.

In secondo luogo, il regolamento in esame riconosce alle società quotate un certo margine di discrezionalità non solo nella stesura del codice ma anche nella previsione di soglie e tempi di comunicazione al mercato. Gli emittenti, ad esempio, possono fissare livelli di trasparenza più severi al fine di ottenere maggiori apprezzamenti dal mercato stabilendo periodi di riferimento più brevi o soglie critiche inferiori, a condizione, tuttavia, che siano rispettati i limiti sanciti dai regolamenti Consob e dalle corrispondenti Istruzioni. Ad esempio, il codice di comportamento della Ras, che riceve insieme alla Merloni Elettrodomestici il premio di società più diligente, prevede che le operazioni di importo superiore ai 25 mila euro (e non ai 50 mila euro come disposto da Borsa Italiana) siano comunicate entro cinque giorni e che le “persone rilevanti” non possano compiere operazioni sugli strumenti finanziari emessi dalla società nei sessanta giorni che precedono la comunicazione al pubblico dell’approvazione da parte del consiglio di amministrazione del bilancio annuale e della relazione semestrale e nei quindici giorni che precedono la comunicazione delle trimestrali. La Merloni Elettrodomestici, invece, ha fissato come soglie critiche per le comunicazioni immediate e periodiche rispettivamente 125 mila euro e 25 mila euro e prevede sia la presenza di *blocking period* sia il divieto di vendite allo scoperto.

Dopo aver descritto dettagliatamente le tempistiche degli obblighi di comunicazione, focalizziamo l’attenzione sulle loro modalità. Dal momento che al pari di qualsiasi altra notizia *price-sensitive*, l’avviso relativo all’operazione effettuata è inserito nel NIS, *Network Information System*, cui hanno accesso oltre Borsa Italiana, la Consob, tutte le società quotate e dieci agenzie di stampa, la comunicazione a Borsa Italiana coincide con la comunicazione al mercato stesso, anche se è necessario considerare un ritardo sistematico di quindici minuti. A questo proposito, è necessario precisare che gli uffici di Borsa Italiana elaborano le informazioni ricevute esclusivamente nella mattinata; in altre parole, gli avvisi che arrivano nel pomeriggio sono registrati solo durante la mattina del giorno dopo.

Infine, per coloro che non rispettino gli obblighi appena descritti sono previste le seguenti sanzioni: il richiamo scritto in forma privata, il

richiamo scritto in forma pubblica e la sanzione pecuniaria da 5.000 euro a 100.000 euro, la cui destinazione è stabilita in via generale da Borsa Italiana secondo apposito regolamento.

Capitolo Tre

LA MARKET ABUSE DIRECTIVE

3.1. Le caratteristiche del processo di promulgazione della nuova normativa europea in materia di abusi di mercato

A livello europeo la prima normativa emanata in materia di abusi di mercato è stata la *Direttiva n°89/592*. La scarsa efficacia di quest'ultima causata dall'incertezza insita nei concetti, nelle definizioni e nella stessa applicazione delle norme di ciascun paese europeo, l'intenso sviluppo di nuovi prodotti finanziari, la rapida evoluzione tecnologica e la competizione con i sistemi finanziari extracomunitari hanno rilevato l'esigenza di procedere al rinnovo del quadro normativo entrato in vigore dieci anni fa. L'inizio di questo processo di rinnovamento, il cui risultato finale è la formulazione della cosiddetta *Market Abuse Directive*, coincide con la pubblicazione della comunicazione intitolata "*Messa in atto del quadro di azione per i servizi finanziari: piano d'azione*" da parte della Commissione Europea l'11 Maggio 1999. Come indicato dal titolo, il documento delinea un piano d'azione ossia l'impegno dichiarato dai paesi membri di effettuare tutti gli interventi necessari per il raggiungimento di un mercato interno pienamente integrato e, quindi, anche l'intenzione di elaborare una direttiva contro la manipolazione di mercato¹². Successivamente, nell'Aprile del 2000, in occasione del Consiglio Europeo di Lisbona i capi di Stato e di governo hanno affermato la necessità di realizzare tale piano d'azione (*Financial Services Plan Action*, FSAP) entro il 2005 e in occasione del Consiglio

¹² A partire dal 1999 la Commissione preposta alla formulazione della direttiva in esame ha analizzato i contributi apportati dalle diverse categorie di partecipanti al mercato che la stessa aveva interpellato. Tra questi possiamo ricordare il documento intitolato "*Investigative and Prosecuting Market Manipulation, Report by the Technical Committee*", pubblicato nel Maggio 2000 dall'*International Organization of Securities Commissions (IOSCO)* e quello intitolato "*Market Abuse: FESCO's Response to the Call for Views from the Securities Regulators under the EU's Action Plan for Financial Services*", pubblicato nel Settembre del 2000 dal *Forum European Securities Commissions (FESCO)*.

Europeo del 17 Luglio dello stesso anno è stato istituito il Comitato dei Saggi (*Wise Men Committee*) al fine di garantire ai mercati europei dei valori mobiliari una struttura legislativa flessibile, trasparente ed efficiente. Il Comitato presieduto dal *Barone Lamfalussy* ha presentato un rapporto preliminare nel Novembre del 2000, cui è seguito nel Febbraio del 2001 il rapporto finale. Entrambe le relazioni sottolineano l'eccessiva lentezza e rigidità del processo legislativo comunitario (sia a livello di emanazione sia a livello di attuazione), la mancanza di meccanismi di consultazione preventiva, la frequente ambiguità dei testi causata dalla ricerca del necessario consenso politico sui medesimi e l'eccessivo peso attribuito alla legislazione primaria. Per ovviare a questa serie di problemi, nel suo rapporto conclusivo, approvato dal Consiglio Europeo di Stoccolma del Marzo 2001, il Comitato ha proposto l'introduzione in ambito normativo di un approccio articolato su quattro livelli: *principi quadro* (Livello 1), *misure di esecuzione* (Livello 2), *cooperazione tra le autorità nazionali di regolamentazione* (Livello 3) e *vigilanza sul rispetto delle norme* (Livello 4). In particolare, per il primo livello la direttiva deve limitarsi a stabilire principi quadro di carattere generale capaci di garantire la trasparenza e l'efficienza dei mercati europei a vantaggio dei consumatori e degli investitori; le misure tecniche di esecuzione, al secondo livello¹³, devono, invece, essere adottate dalla Commissione assistita dal neocostituito *Comitato delle Autorità Europee di Regolamentazione dei Valori Mobiliari* (*Committee of European Securities Regulators, CESR*¹⁴) secondo la procedura di "comitologia" suggerita per mantenere un livello di integrità standard e permanente nell'ambito dei diversi mercati europei. In base a tale procedura, la Commissione richiederà l'aiuto di comitati come il *Comitato Europeo dei Valori Mobiliari* (*European Securities Committee, ESC*¹⁵), dotati di prerogative tecniche o di poteri politici, per facilitare l'implementazione

¹³ Come indicato nella risoluzione del Consiglio Europeo, "...la separazione tra principi quadro (Livello 1) e modalità di applicazione (Livello 2) dovrebbe essere determinata caso per caso in modo chiaro e trasparente".

¹⁴ Il CESR è stata istituito con la decisione 2001/527/CE (GU L.191 del 13 Luglio 2001) della Commissione su proposta del Comitato dei Saggi.

¹⁵ ESC è l'organismo costituito dai rappresentanti dei ministeri delle finanze dei paesi membri dell'EU.

delle leggi comunitarie a livello nazionale¹⁶ e per tenere le stesse aggiornate nel tempo. Il Parlamento Europeo ha approvato la relazione del Comitato dei Saggi prima nella lettera inviata il 2 Ottobre 2001 dal Commissario responsabile del mercato interno al Presidente della commissione parlamentare per i problemi economici e monetari e poi con la risoluzione votata il 5 Febbraio 2002.

Il primo banco di prova di questo nuovo modello legislativo è stata proprio la Market Abuse Directive, approvata dal Parlamento Europeo il 28 Gennaio del 2003 ed entrata in vigore il 12 Aprile 2004. Questa legge comunitaria¹⁷, che insieme alle prime misure di implementazione emanate nel Marzo 2003 e alle seconde emanate il 29 Aprile 2004, deve essere recepita dai parlamenti nazionali entro il 12 Ottobre 2004, persegue diversi obiettivi. In primo luogo, si pone come uno degli strumenti principali capaci di garantire l'integrità del mercato; aspira a stabilire e ad implementare in ambito europeo regole comuni contro i reati di *Market Abuse* e, per questo, richiede la stretta collaborazione ed un intenso scambio di informazioni tra gli Organi di Vigilanza nazionali; si propone di accrescere la fiducia degli investitori nella correttezza delle transazioni su valori mobiliari, che norme inadeguate potrebbero ridurre, determinando un aumento del costo del capitale per le imprese e, quindi, un rallentamento della crescita economica dell'Unione Europea.

3.2. La nuova normativa europea in materia di abusi di mercato

A differenza di quella emanata nel 1989 che considerava solo la fattispecie dell'insider trading, la direttiva in esame prevede un'unica

¹⁶ Per quel che riguarda la consultazione degli Organi di Vigilanza dei paesi membri da parte della Commissione Europea sono stati specificati quattro ambiti di particolare interesse: l'aggiornamento degli strumenti finanziari utilizzati, le principali caratteristiche di una corretta divulgazione informativa, i dettagli tecnici relativi alle transazioni escluse dalle proibizioni della Market Abuse Directive, le modalità tecniche di cooperazione tra le autorità competenti.

¹⁷ Relativamente alle misure di attuazione di tale direttiva il CESR ha formulato due pareri il Ref.CESR/02-089d e il Ref.CESR/03-102b, che integra il primo nell'ambito di cinque specifiche aree: la definizione di "accepted market practises", la definizione di informazione riservata per gli strumenti finanziari derivati sulle commodity, la redazione da parte degli emittenti, ovvero dei soggetti che operano per loro conto, di elenchi di persone in possesso di informazioni riservate, la comunicazione da parte di coloro che hanno responsabilità di direzione in emittenti quotati delle proprie operazioni sui titoli stessi e la segnalazione alle autorità competenti delle operazioni sospette da parte di coloro che si occupano professionalmente delle transazioni in strumenti finanziari.

regolamentazione sia per l'insider trading sia per la manipolazione di mercato per semplificare e ridurre il numero delle diverse normative in vigore.

In secondo luogo, l'ambito di applicazione¹⁸ della Market Abuse Directive è rappresentato da ogni strumento finanziario negoziato in un mercato regolamentato di almeno uno stato membro o per il quale è già stata presentata una richiesta di ammissione alla negoziazione, indipendentemente dal fatto che le transazioni effettivamente si verifichino o meno in tale mercato ed in assenza di qualsiasi specificazione del momento in cui uno strumento sia qualificabile come prossimo ad essere ammesso ossia capace di porre in atto le disposizioni in esame.

In generale, si verifica abuso di mercato nel caso in cui i diritti di determinati investitori sono compromessi da parte di altri che:

- a) hanno utilizzato, a loro vantaggio o a vantaggio di terzi, informazioni privilegiate (*"Insider Trading"*);
- b) hanno alterato il meccanismo di formazione dei prezzi di strumenti finanziari o hanno diffuso informazioni false o fuorvianti (*"Manipolazione di Mercato"*).

Per quel che riguarda la prima fattispecie possiamo, in primo luogo, sottolineare il ruolo di grande importanza rivestito dal concetto di informazione privilegiata. Il 1° comma dell'art.1 definisce quest'ultima come *"un'informazione che ha un carattere preciso, che non è stata resa pubblica e che concerne, direttamente o indirettamente, uno o più emittenti di strumenti finanziari o uno o più strumenti finanziari, che, se resa pubblica, potrebbe influire in modo sensibile sui prezzi di tali strumenti finanziari ovvero sui prezzi di strumenti finanziari derivati connessi"*.

Per quel che riguarda, invece, la seconda fattispecie, ossia la produzione o la diffusione di ricerche su strumenti finanziari o su emittenti di strumenti finanziari e di informazioni che suggeriscono strategie di investimento,

¹⁸ Relativamente all'ambito di applicazione della Direttiva sul Market Abuse, l'art.9 specifica che: gli artt.2, 3 e 4 *"...sono relativi anche ad ogni strumento finanziario non negoziato su un mercato regolamentato il cui strumento sottostante sia trattato su un mercato regolamentato o prossimo ad essere ammesso alla trattazione"*; che i primi tre paragrafi dell'art.6 non sono dettati per gli emittenti i cui titoli non sono contrattati su un mercato regolamentato in uno stato membro.

gli stati membri sono chiamati a scegliere la regolamentazione ed i meccanismi di autoregolamentazione più adeguati. In generale, le valutazioni e le ricerche basate su dati di dominio pubblico non appartengono alla categoria delle informazioni riservate, anche se il 5° comma dell'art.6 richiede ai soggetti preposti alla loro produzione di vigilare con ragionevole diligenza sulla correttezza del processo di diffusione delle notizie e di comunicare la presenza di eventuali conflitti di interessi relativi agli strumenti finanziari cui quest'ultime si riferiscono. Nonostante la richiesta del comma appena citato sia chiara e precisa, esistono alcune zone d'ombra rappresentate dall'ambito dell'applicabilità della norma (i soggetti attivi sono tutte le *“persone fisiche o giuridiche”* o esclusivamente, come si verifica in alcune giurisdizioni, gli emittenti e gli intermediari autorizzati), dalla definizione di *“produzione dei risultati di ricerche o di altre informazioni”* e dalla specificazione delle sanzioni previste in caso di violazione degli obblighi descritti.

In generale, il 1° comma dello stesso art.6 specifica che gli emittenti di strumenti finanziari sono chiamati a comunicare al pubblico le notizie privilegiate *“il più presto possibile”* (e a inserire nel proprio sito Internet tutte le informazioni che devono essere rese pubbliche), a differenza della previgente disciplina comunitaria in materia di informazione *price-sensitive* (art.68, Direttiva UE n°34/2001) secondo cui ogni società quotata ha l'obbligo di informare il pubblico esclusivamente dei *“fatti nuovi importanti”* appartenenti alla sua sfera di attività, non pubblici e capaci di influenzare il corso dei suoi titoli. Il 2° comma prevede, però, che un emittente, assumendosene il rischio, può decidere di differire la divulgazione al pubblico di informazioni privilegiate al fine di non compromettere i suoi legittimi interessi a condizione che tale omissione non sia in grado di ingannare il pubblico e che l'emittente sia in grado di garantire la riservatezza di queste informazioni. Al fine di migliorare gli standard di trasparenza dei mercati europei, infine, il 3° comma dell'art.6 richiede agli emittenti la compilazione di un registro delle persone che possono accedere ad informazioni privilegiate e l'aggiornamento continuo dello stesso. Focalizzando ora l'attenzione proprio sulle persone

eventualmente indicate in tale elenco ossia sui soggetti attivi del reato in esame, possiamo specificare che essi, ancora una volta, si distinguono in *insider primari* ed *insider secondari*. La prima categoria comprende chiunque possiede informazioni *inside* grazie all'esercizio di responsabilità di direzione all'interno di un emittente. In particolare, ai sensi del 4° comma dell'art.6 i soggetti appartenenti a tale gruppo devono informare l'autorità competente circa le transazioni da loro effettuate sui titoli dell'emittente stesso in cui operano. Al secondo gruppo appartiene, invece, qualsiasi persona che ottiene informazioni riservate dagli insider primari a condizione che conosca o che avrebbe dovuto conoscere che si trattava di informazioni di tipo particolare. A differenza di alcune giurisdizioni, come quella italiana¹⁹, la normativa europea prevede per entrambe le categorie di soggetti tre divieti: quello di "*utilizzare informazioni privilegiate acquisendo o cedendo, o cercando di acquisire o cedere, per conto proprio o per conto terzi, direttamente o indirettamente, gli strumenti finanziari cui queste si riferiscono*"; quello di "*comunicare informazioni privilegiate a un'altra persona se non nell'ambito del normale esercizio del loro lavoro, della loro professione o delle loro funzioni*" (Tipping) e quello di "*raccomandare ad un'altra persona di acquisire o cedere o di indurre un'altra persona ad acquisire o cedere, in base ad informazioni privilegiate, strumenti finanziari cui esse si riferiscono*" (Tuyatage)²⁰.

Nell'ambito delle condotte vietate specificate dalla direttiva contro gli abusi di mercato, possiamo ricordare anche la seconda ipotesi di reato indicata all'inizio di questo paragrafo, la manipolazione di mercato. Ai sensi dell'art.1.2, tale fattispecie comprende:

- a) le transazioni o gli ordini di compravendita capaci di suggerire notizie false o fuorvianti sui prezzi dei titoli o, nel caso dell'agire di una o più persone in collaborazione, di fissare il prezzo di

¹⁹ A differenza della prima legge italiana anti-insider trading, Legge n°157/91, il Decreto Legislativo n°58/98 prevede i tre divieti indicati solo a capo degli insider primari e solo il primo a capo di quelli secondari.

²⁰ I tre divieti appena descritti non sono previsti nel caso di operazioni eseguite in presenza di un obbligo di acquisizione o di cessione di strumenti finanziari determinato da un accordo concluso prima che il soggetto considerato avesse ottenuto informazioni riservate.

- mercato dei titoli ad un livello anormale o artificiale (*Trade Based Manipulation*);
- b) le transazioni o gli ordini di compravendita basati sull'uso di artifici, inganni o espedienti, capaci solo in apparenza di produrre l'effettivo trasferimento di titoli ed, in realtà, privi di ogni effetto giuridico (*Action Based Manipulation*);
 - c) la diffusione di notizie false, ma apparentemente affidabili ed idonee, per il loro contenuto, a riflettersi nel prezzo di mercato di uno o più titoli (*Information Based Manipulation*).

Tale definizione, che ha il pregio di focalizzare l'attenzione sul concetto di inganno, elemento richiesto per qualificare la condotta manipolativa, è, in generale, considerata dalla Commissione "...sia sufficientemente specifica per incoraggiare e guidare il comportamento responsabile degli operatori di mercato sia sufficientemente astratta per garantire la flessibilità necessaria per adeguarsi ai nuovi possibili sviluppi del mercato". Nonostante questo, essa, al pari dell'art.5 secondo cui "Gli stati membri vietano a qualsiasi persona fisica o giuridica di manipolare il mercato", appare indefinita, vaga e caratterizzata dall'assenza di qualsiasi riferimento all'attitudine psicologica o alle intenzioni dell'agente. La situazione ora descritta non migliora neppure grazie all'elenco fornito dall'art.5 delle principali tecniche manipolative del mercato, il cui livello di manipolazione è molto variegato. In primo luogo, sono indicate le fattispecie il cui elemento principale è l'inganno: transazioni che non determinano un effettivo trasferimento della proprietà degli strumenti finanziari (*Wash Sales*); operazioni costituite sia da un ordine d'acquisto sia da uno di vendita inseriti per lo stesso prezzo, per la stessa quantità e nello stesso momento (*Improper Matched Order*); acquisto da parte del manipolatore del controllo dell'offerta o della domanda dello strumento derivato o del titolo sottostante al fine di ottenere una posizione dominante nel processo di formazione del primo o del secondo (*Squeeze o Corner*).

In secondo luogo, sono descritte quelle condotte il cui reale elemento manipolativo attualmente è ancora oggetto di dibattito negli Stati Uniti: una serie di acquisti compiuti al fine di "gonfiare" il prezzo (*Advancing*

the Bid); l'acquisto o la vendita di titoli alla chiusura del mercato per indurre in errore gli operatori che operano sulla base dei prezzi di chiusura (*Marking the Close*) e, infine, l'acquisto per proprio conto di uno strumento finanziario prima di suggerire ad altri la stessa operazione unita alla conseguente vendita che permette di beneficiare del rialzo del prezzo determinato dal suggerimento (*Scalping*).

Inoltre, dal momento che la direttiva in esame si propone essenzialmente di minimizzare i rischi legati alla diffusione di notizie false o manipolate, essa non si limita a prevedere quest'elenco di condotte illecite ma si impegna anche a garantire che le informazioni siano divulgate correttamente e che gli eventuali conflitti di interesse siano comunicati al pubblico. In altre parole, in base a tale normativa, la diffusione di notizie da parte dei soggetti chiamati a proporre o suggerire strategie di investimento deve essere effettuata in modo chiaro e accurato. Ad esempio, tali soggetti devono informare il pubblico circa la loro identità, il loro codice di condotta e l'eventuale presenza di interessi privati o di legami di controllo nei confronti dell'emittente cui la notizia comunicata si riferisce. Le raccomandazioni²¹ possono essere suggerite senza subire variazioni, con alcuni cambiamenti o riassunte da un soggetto diverso da quello preposto alla loro elaborazione, a condizione che questo riveli la sua identità, il suo codice di condotta e il modo in cui ha apportato le eventuali modifiche. Se, poi, il soggetto preposto alla realizzazione della raccomandazione è un'impresa d'investimento o un ente creditizio, esso deve dichiarare l'eventuale partecipazione superiore al 5% al capitale azionario dell'emittente considerato, il suo agire in qualità di market maker o di fornitore di liquidità per quest'ultimo, il suo essere nei dodici mesi precedenti *lead-manager* o *colead-manager* nell'ambito di un'offerta pubblica d'acquisto di strumenti finanziari dell'emittente stesso. Accanto a questi obblighi in materia di raccomandazioni di investimento, possiamo ricordare a capo degli stessi intermediari anche quello di comunicare immediatamente all'autorità di vigilanza del proprio paese le transazioni sospette che sono chiamati ad eseguire ossia quelle dietro alle quali si può nascondere un caso di insider trading o di

²¹ Specifichiamo che i consigli di investimento forniti a livello personale non sono considerati raccomandazioni.

aggiotaggio. La dichiarazione deve essere precisa e deve specificare la natura dell'operazione ed il tipo di strumento finanziario oggetto della stessa, le ragioni del sospetto, l'identità di chi ha impartito l'ordine, il mercato di contrattazione, la data, il volume ed il prezzo dello scambio.

Dopo aver analizzato le norme concernenti gli intermediari in materia di raccomandazioni di investimento, possiamo esaminare ora quelle relative ai giornalisti che suggeriscono strategie di investimento o che propongono indicazioni elaborate da terzi. In tale ambito, la direttiva Europea richiama le norme che disciplinano la professione di giornalista e riconosce agli stati membri ampia discrezionalità nell'adozione di meccanismi di autoregolamentazione capaci di non ostacolare l'esercizio di tale professione e di assicurare il rispetto dei diritti dell'uomo e delle sue libertà fondamentali tra cui la libertà di stampa e quella di espressione attraverso i mezzi di comunicazione. In particolare, i professionisti ora considerati che diffondono notizie non corrette sono soggetti a sanzioni solo nel caso in cui abbiano deliberatamente o per negligenza trasmesso informazioni false attraverso cui hanno ottenuto vantaggi.

Dopo aver approfondito i vari divieti contenuti nella direttiva in materia di abusi di mercato a capo delle diverse categorie di operatori, è opportuno ricordare i casi di esenzione la cui previsione ha valide ragioni economiche²². La disciplina, descritta negli artt.7 e 8, sottolinea che l'ambito di applicazione della direttiva in esame esclude, in primo luogo, le operazioni su azioni proprie effettuate nel contesto di programmi di riacquisto di azioni, quelle legate ad offerte pubbliche iniziali o secondarie e le operazioni finalizzate a stabilizzare un titolo, nel caso in cui tali operazioni rispettino le condizioni fissate dalla Commissione. Inoltre, sono escluse le transazioni attinenti alla politica monetaria, alla politica dei cambi o alla gestione del debito pubblico, effettuate dagli stati membri, dal sistema europeo di banche centrali e dalle banche centrali nazionali²³.

²² I programmi di buy-back possono essere utilizzati per pagare un più alto dividendo agli azionisti oppure per potenziare il capitale proprio dell'emittente a vantaggio degli investitori. Un'operazione di stabilizzazione realizzata nei primi giorni di un'offerta pubblica d'acquisto può, invece, evitare la caduta del corso dei titoli dovuta semplicemente a condizioni sfavorevoli del mercato secondario.

²³ Tale norma richiama sostanzialmente il 4° comma dell'art.2 della Direttiva n°89/592/CEE, anche se estende l'ambito di applicazione dello stesso ai casi di manipolazione di mercato.

In particolare, i programmi di riacquisto sono esclusi solo in presenza di specifici obiettivi da perseguire come la riduzione del capitale dell'emittente, l'adempimento delle obbligazioni legate a strumenti di debito convertibili o di quelle derivanti dall'assegnazione di azioni ai dipendenti. In secondo luogo, essi devono essere trasparenti e comunicati alle rispettive autorità competenti con la specificazione del controvalore massimo, del quantitativo massimo di azioni da acquisire e della durata del periodo per cui il programma è stato autorizzato. In terzo luogo, il prezzo cui l'emittente acquista azioni o strumenti derivati non può essere superiore al massimo valore tra il prezzo dell'ultima operazione indipendente e quello dell'offerta realizzata nelle sedi di negoziazione. L'emittente, inoltre, non può acquistare un quantitativo superiore al 25% del volume medio giornaliero²⁴, calcolato sulla base degli scambi conclusi nel mese precedente al mese in cui il programma è comunicato al pubblico.

Per quel che riguarda l'esenzione riservata alle OPA, il suo obiettivo è di non ostacolare un'offerta pubblica d'acquisto sul capitale di una società lanciata da un offerente che vuole ottenerne il controllo nel caso in cui quest'ultimo disponga di informazioni privilegiate grazie a contatti intrecciati con l'emittente stesso in un periodo precedente all'offerta e nel caso in cui ritenga di non danneggiare alcun operatore.

Infine, le prescrizioni dettate dalla direttiva sul Market Abuse non si applicano alle operazioni di stabilizzazione in quanto esse mirano a sostenere, per un limitato periodo, il prezzo di offerta di valori mobiliari riducendo la pressione esercitata dagli investitori a breve termine e garantendo condizioni regolari di mercato. Queste particolari operazioni non possono essere eseguite ad un prezzo superiore al prezzo di offerta, nel caso di offerte iniziali o secondarie di titoli azionari equivalenti o di titoli di debito o superiore al prezzo di mercato di tali strumenti al momento della comunicazione al pubblico delle condizioni effettive dell'offerta. Inoltre, nel periodo che precede l'offerta dei valori mobiliari, la società che la lancia deve informare il pubblico circa l'eventualità di

²⁴ L'emittente può non rispettare tali limiti nel caso in cui la liquidità del mercato sia molto bassa, anche se il volume delle sue contrattazioni non può, comunque, eccedere il 50% del volume medio giornaliero.

porre in atto operazioni di stabilizzazione, specificandone le caratteristiche principali come i rischi insiti, il periodo di azione, l'identità del responsabile preposto alla stabilizzazione e la definizione di opzioni *green shoe*. Infine, entro la settimana successiva alla fine del periodo di stabilizzazione, si deve specificare al pubblico il *range* di prezzo caratteristico dell'operazione di stabilizzazione e la data dell'ultima transazione di tale tipo.

Per concludere, è opportuno ricordare che l'obiettivo principale della direttiva che stiamo analizzando è lo sviluppo di un mercato finanziario europeo integrato. Per perseguire tale scopo, è necessario equilibrare ed armonizzare i metodi di implementazione e di applicazione delle norme presenti in ciascun stato membro. In particolare, la direttiva richiede ad ogni nazione appartenente all'Unione Europea la designazione di un'unica autorità competente in materia di abusi di mercato in quanto l'esistenza di più autorità competenti con responsabilità diverse può determinare l'insorgere di costi ingiustificati e generare confusione tra gli operatori economici. Nei desideri della Commissione Europea la designazione di un unico organo di vigilanza non solo deve non compromettere eventuali legami di collaborazione e/o rapporti di delega tra lo stesso e gli organismi di mercato, ma a causa dell'incremento delle attività transfrontaliere deve anche potenziare la cooperazione, rappresentata essenzialmente dallo scambio delle informazioni tra le autorità competenti nazionali. Più specificatamente, quest'ultime sono chiamate a cooperare per lo svolgimento dei compiti a loro attribuiti e a offrire assistenza attraverso la comunicazione di informazioni all'autorità richiedente di un altro stato membro che, salvi gli obblighi legati ai procedimenti penali, può utilizzarle nell'ambito dei procedimenti amministrativi o giudiziari aperti in relazione ad abusi di mercato. L'autorità che riceve l'informazione può utilizzare la stessa anche "ad altri fini" o comunicarla ad autorità di altri stati, con il consenso dell'autorità che ha fornito per prima l'informazione. Il rifiuto di trasmettere l'informazione richiesta è considerato legittimo solo nell'ipotesi di potenziale pregiudizio alla sovranità, alla sicurezza e all'ordine pubblico dello stato cui si chiede l'informazione o nel caso in

cui in quest'ultimo penda un procedimento giudiziario o sia stata emessa sentenza definitiva in relazione alle stesse attività e contro gli stessi soggetti per i quali procede lo stato richiedente. Un'autorità competente la cui richiesta non sia soddisfatta entro un periodo ragionevole può indicare questo atto di negligenza presso il *Comitato delle Autorità Europee di Regolamentazione dei Valori Mobiliari*.

L'autorità scelta, inoltre, deve essere un organo amministrativo ossia capace grazie alla propria organizzazione di garantire l'indipendenza dagli operatori economici (oggetto della sua azione di vigilanza) e di evitare eventuali conflitti di interesse; è chiamata, poi, a dotarsi di un comitato consultivo composto dai rappresentanti dei fornitori di servizi finanziari e consumatori per conoscere le osservazioni elaborate dalle due categorie di soggetti.

Dopo aver descritto le caratteristiche principali dell'organo suddetto, è opportuno ricordare che, ai sensi dell'art.12, esso deve essere investito di tutti poteri di vigilanza e di indagine necessari per l'espletamento delle sue funzioni e che può esercitare gli stessi direttamente o in collaborazione con altre autorità, compresa l'autorità giudiziaria. Il medesimo articolo specifica ancora sia un livello minimo di poteri investigativi da attribuire all'autorità competente sia un insieme di misure cautelari attivabili da parte della stessa autorità sia nei confronti dei soggetti vigilati sia nei confronti dei soggetti non sottoposti a vigilanza. Relativamente al primo tipo di poteri, possiamo richiamare quello di:

- a) avere accesso a qualsiasi documento ed ottenerne copia;
- b) richiedere informazioni a qualsiasi soggetto prevedendo, se necessario, convocazioni e specifiche audizioni;
- c) eseguire ispezioni *in loco*;
- d) richiedere la documentazione relativa al traffico telefonico.

Relativamente ai poteri di natura inibitoria, cautelare e ingiuntiva, possiamo ricordare quello di:

- e) richiedere il blocco e/o il sequestro di beni;
- f) richiedere la temporanea interdizione dall'esercizio dell'attività professionale.

Per quel che riguarda, infine, le sanzioni che le autorità competenti possono applicare dopo aver verificato il mancato rispetto degli obblighi previsti dalla direttiva in esame, l'art.14 della stessa permette agli stati membri di scegliere gli opportuni provvedimenti ossia sanzioni penali e/o amministrative, anche se fornisce un elenco indicativo solo delle misure e delle sanzioni amministrative verso cui sembra protendere. In generale, richiede sanzioni dissuasive, applicate con sistematicità e proporzionate alla gravità della violazione ed ai vantaggi ottenuti.

3.3. Le misure di implementazione di Secondo Livello

In base alla cosiddetta procedura Lamfalussy, l'emanazione della Direttiva n°6/2003 è stata seguita dalla progressiva adozione di misure implementative di secondo livello.

Il primo gruppo di tali misure, proposto dal Cesr nel Dicembre 2002, è stato approvato dalla Commissione Europea nel Dicembre dell'anno successivo ed ha portato alla formulazione di due direttive (n°2003/124/CE e n°2003/125/CE) e di un regolamento (n°2273/2003). Nonostante i temi trattati da queste due ultime direttive siano molteplici e spazino da una puntuale definizione dei comportamenti di manipolazione dei mercati alla comunicazione di conflitti di interesse eventualmente presenti, nell'ambito di questa ricerca sottolineiamo solo le novità introdotte relativamente alla definizione di informazione privilegiata. In primo luogo, il documento in esame suggerisce che, a differenza di una semplice voce, un'informazione di carattere preciso, come deve essere quella privilegiata, si riferisce ad un fatto o a una circostanza che può ragionevolmente ritenersi vera o tale da risultare vera in futuro. In secondo luogo, la capacità di influenzare sensibilmente il prezzo di strumenti finanziari che ancora caratterizza l'informazione riservata si traduce nella presunta scelta di un investitore ragionevole di porre l'informazione stessa alla base delle decisioni di investimento realizzate per massimizzare la propria ricchezza.

In seguito, la definizione di informazione privilegiata è stata ulteriormente ampliata attraverso l'introduzione di un nuovo comma

dell'art.1 per opera del Parlamento Europeo al fine di scoraggiare il cosiddetto *front running* ossia la condotta di un intermediario che antepone l'esecuzione di un ordine rilevante di acquisto o di vendita, presumibilmente capace di produrre un effetto significativo sui prezzi, a quella di un ordine in conto proprio o di terzi soggetti a lui legati. Il comma appena citato prevede che relativamente a persone incaricate dell'esecuzione di ordini su strumenti finanziari per informazione privilegiata si intende anche quella "*...trasmessa da un cliente e concernente gli ordini del cliente in attesa di evasione*" nel caso in cui essa abbia anche tutte le altre caratteristiche indicate dall'art.1.

Il secondo gruppo di misure implementative è stato formulato dal Cesr nel Novembre 2003 ed è stato approvato dalla Commissione Europea il 29 Aprile 2004. Esse approfondiscono le seguenti tematiche: l'identificazione delle prassi di mercato ammesse, la definizione di informazione privilegiata nel mercato dei derivati su merci, l'istituzione di un registro delle persone rilevanti aventi accesso ad informazioni privilegiate, la notifica delle operazioni effettuate da persone che esercitano responsabilità di direzione e la segnalazione di transazioni sospette.

Per quel che riguarda la prima tematica, le misure in esame suggeriscono alle autorità impegnate nella definizione delle prassi di mercato ammesse di considerare:

- a) *"il grado di trasparenza della prassi esaminata rispetto all'intero mercato;*
- b) *la necessità di salvaguardare il gioco delle forze di mercato e la regolare interazione fra l'offerta e la domanda;*
- c) *l'impatto della prassi sulla liquidità e sull'efficienza del mercato;*
- d) *la misura in cui la prassi tiene conto dei meccanismi di negoziazione;*
- e) *i rischi per l'integrità del mercato;*
- f) *le caratteristiche strutturali del mercato interessato, quali il carattere di mercato regolamentato o non regolamentato, il tipo di strumenti finanziari negoziati e il tipo di operatori ammessi".*

Le autorità competenti, inoltre, sono chiamate a prestare attenzione all'evoluzione strutturale e regolamentare del mercato e, quindi, a sottoporre ad un continuo controllo l'insieme delle prassi di mercato ammesse, cooperando sia con le categorie di partecipanti al mercato sia con le altre autorità comunitarie.

Specificando relativamente al mercato dei derivati su merci solo che l'informazione privilegiata è definita come l'informazione che gli operatori "*si aspetterebbero di ricevere conformemente a prassi ammesse in tali mercati*", focalizziamo ora l'attenzione sulle informazioni che devono essere contenute nel registro delle persone che hanno accesso ad informazioni riservate sia in via regolare sia in via occasionale. Tale registro deve riportare l'identità della persona ed il motivo della sua iscrizione, la data di istituzione e di aggiornamento del registro stesso. Le persone iscritte devono, poi, conoscere gli obblighi giuridici e regolamentari che scaturiscono dal privilegio di accedere ad informazioni riservate e delle possibili sanzioni in caso di abuso o diffusione non autorizzata delle stesse.

Per quel che riguarda in dettaglio l'insider dealing, le norme di secondo livello specificano i destinatari degli obblighi di disclosure delle transazioni e stabiliscono che la definizione "*persone che esercitano responsabilità di direzione all'interno di un emittente*" (art.6, paragrafi 4 e 7, Direttiva n°6/2003) comprende i membri degli organi di amministrazione, direzione o sorveglianza dello stesso o i dirigenti che abbiano regolare accesso ad informazioni riservate e un potere decisionale in riferimento alle strategie future dell'impresa²⁵. Diversamente da quanto proposto dal Csr, la Commissione Europea richiede a questi soggetti di comunicare non qualsiasi transazione effettuata ma solo quelle caratterizzate da un controvalore pari o superiore ai 5.000 euro. Inoltre, l'espletamento di tale obbligo deve avvenire entro il quinto giorno lavorativo successivo all'operazione stessa.

Per quel che riguarda, infine, l'obbligo di segnalare all'autorità competente le cosiddette operazioni sospette a carico di coloro che

²⁵ In questa stessa categoria sono contemplati anche il coniuge, il figlio a carico e il parente che convive da almeno un anno con uno dei soggetti ora menzionati.

esercitano professionalmente operazioni su strumenti finanziari, le misure di Livello 2 specificano che tale obbligo sorge nel momento in cui il soggetto apprende fatti o informazioni che lo inducono a considerare l'operazione un abuso. I mezzi per la notifica all'autorità competente sono molteplici: la posta, la posta elettronica, il fax o il telefono. In seguito alla fase di consultazione, la Commissione Europea ha previsto anche che la segnalazione non espone il soggetto dichiarante ad alcuna responsabilità nei confronti di chi compie le operazioni segnalate.

3.4. Alcuni commenti sulla direttiva analizzata

Nonostante l'adozione della Direttiva n°6/2003 sia stata accolta con entusiasmo da tutti gli stati membri, alcuni suoi aspetti destano numerose perplessità. In primo luogo, diverse critiche sono state mosse all'art.6, che stabilisce regole, a detta di molti ambigue, per la comunicazione delle informazioni privilegiate. Mentre il 1° comma dell'articolo in esame richiede che la divulgazione di questo particolare tipo di informazioni si verifichi *"il prima possibile"*, il 2° comma permette all'emittente, sotto la sua responsabilità, di ritardare la divulgazione delle stesse al pubblico. La completa assenza di spiegazioni relative al significato delle espressioni *"il prima possibile"* e *"sotto la sua responsabilità"* concede ampio spazio alla formulazione di diverse interpretazioni da parte delle autorità competenti dei vari stati membri. Nell'ambito della comunicazione di notizie da parte degli emittenti, indefinito è anche il concetto di sincronizzazione. Se da una parte, la direttiva, afferma, infatti, la necessità che la comunicazione di informazioni riservate al pubblico avvenga tempestivamente, rapidamente e nella maniera più sincronizzata possibile su tutto il territorio europeo dall'altra non specifica se è legittimo un ritardo di alcuni minuti o quello di alcune ore.

Per quel che riguarda le operazioni compiute sul mercato, è opportuno ricordare anche il pesante obbligo a capo degli intermediari di informare le autorità competenti circa le operazioni che sono chiamati ad eseguire e che potrebbero costituire casi di abuso di mercato. Questa responsabilità attribuita agli intermediari suscita numerose perplessità in quanto pone

tali soggetti in una posizione molto delicata. Se decidono di adempiere all'obbligo di comunicazione, nel caso in cui il sospetto si riveli infondato, possono subire le conseguenze da parte dei loro clienti. Se, al contrario, decidono di astenersi dall'inviare le notifiche, in caso di effettivo dolo, possono essere considerati corresponsabili delle transazioni.

Infine, il regime predisposto per lo scambio di informazioni tra le diverse autorità nazionali appare attribuire eccessiva discrezionalità a quest'ultime relativamente all'utilizzo delle informazioni ottenute durante i procedimenti istituiti al fine di verificare ipotesi di abusi di mercato e appare incapace di tutelare adeguatamente i diritti delle parti coinvolte. In particolare, la norma non chiarisce le modalità secondo cui è possibile concedere all'autorità richiedente il consenso di usare "ad altri fini" le informazioni desiderate ed eventuali vincoli allo stesso uso nel caso in cui questo sia incompatibile con i principi fondamentali del diritto interno.

Capitolo Quattro

UNA VISIONE COMPARATA DELLE NORMATIVE IN MATERIA DI INSIDER TRADING

4.1. I più importanti provvedimenti legislativi negli Stati Uniti d'America

La disciplina italiana in materia di insider trading è senza dubbio influenzata dalle esperienze maturate in altri ordinamenti europei e non. In particolare, la regolamentazione degli Stati Uniti, primo paese del mondo ad emanare una normativa relativa al fenomeno in esame, rappresenta nel suo evolversi un fedele ed emblematico specchio delle numerose difficoltà cui sembra indissolubilmente legato ogni sforzo normativo relativo a questo reato.

Il primo intervento legislativo è l'emanazione del *Securities Act* nel 1933 e del successivo *Securities Exchange Act* (SEA) nel 1934, che si inseriscono nell'ambito della realtà economica americana sconvolta dal Big Crash del 1929, drammatico evento che sottolinea la presenza di un mercato devastato da forti correnti speculative e caratterizzato da investimenti basati su considerazioni di breve periodo.

La prima normativa è un provvedimento che si propone il controllo sui titoli e che regola le offerte di valori mobiliari da parte degli emittenti: ogni titolo per essere scambiato deve essere registrato presso la Sec ed i contenuti che il suo prospetto deve presentare sono indicati dalla legge. La disposizione del *Securities Act* finalizzata in particolare a reprimere pratiche fraudolente è la *Section 17(a)* che, potendo essere utilizzata solo in caso di vendita di valori mobiliari, è caratterizzata da una limitata applicazione.

La seconda normativa in esame presenta una più accentuata attitudine alla tutela del pubblico dei risparmiatori poiché è relativa allo scambio di prodotti finanziari tra i consumatori per mezzo degli intermediari. Nell'ambito di tale legge solo la *Section 16*, nota come *Short Swing Profit Rule*, è esplicitamente tesa a combattere l'insider trading. Essa stabilisce

che qualsiasi profitto realizzato da un insider attraverso negoziazioni di segno contrario sui titoli della società, compiute entro un periodo di sei mesi, può essere recuperato dalla società, dai suoi azionisti o dalla Sec. In particolare, tale norma si suddivide in tre parti: la parte a) definisce il concetto di insider, le parti b) e c) sono specifiche proibizioni del fenomeno in esame. Il concetto di insider specificato nella prima parte comprende i membri del consiglio di amministrazione, il top-management del gruppo e tutti coloro che detengono più del 10% delle azioni di qualunque categoria o ne dispongono ai fini del diritto di voto. Questi soggetti qualificati sono chiamati ad assolvere specifici obblighi di comunicazione entro un certo periodo che va da dieci a quaranta giorni e, come previsto dalla parte c), non possono effettuare vendite allo scoperto. Infine, la parte (b) permette alla società di recuperare, mediante un'azione esercitabile da qualsiasi azionista in nome e per conto della società, i profitti derivanti da operazioni di acquisto o di vendita conseguiti nell'arco di sei mesi dagli stessi soggetti prima indicati. In sostanza, la Sezione 16(b) si presenta come una norma particolarmente severa a causa della sua automaticità: la sua applicazione prescinde non solo dall'utilizzo da parte dell'insider di una qualche informazione privilegiata ma anche dalla possibilità di utilizzo e a volte dalla stessa esistenza di informazioni riservate. Nonostante questo, oltre al fatto che l'azione di recupero è considerata legittima solo se compiuta dalla società e in subordine, in caso di inerzia della stessa, dall'azionista, numerosi soggetti diversi da quelli elencati nel testo e numerose pratiche di sfruttamento dell'informazione riservata non sono compresi nell'ambito della sua applicazione.

Per risolvere almeno in parte le difficoltà sollevate dalla Section 16, grazie alla *Section 10(b)* che la autorizza ad emanare le norme ed i regolamenti che consideri necessari per la tutela del mercato contro le frodi, la Sec emana nel 1942 la famosa *Rule 10b-5*. Quest'ultima, che richiama in sostanza la Section 17(a) del Securities Act del 1933 appare, grazie alla sua indeterminatezza e flessibilità, applicabile ad un'ampia serie di fattispecie concretamente individuabile dalle elaborazioni giurisprudenziali. Essa dispone che: "*E' illecito per chiunque impiegare,*

direttamente o indirettamente, ogni mezzo del commercio interstatale o della posta o messo a disposizione da qualsiasi borsa valori nazionale per realizzare qualunque espediente, schema o artificio con intento fraudolento, per rilasciare false dichiarazioni su circostanze di fatto rilevanti o omettere di riferire fatti essenzialmente in grado di evitare, alla luce della situazione in cui sono resi, dichiarazioni ingannevoli, per compiere qualsiasi atto, pratica od operazione che determini o possa determinare una frode o un'induzione in errore in riferimento all'acquisto o alla vendita di qualsiasi titolo”.

La norma in esame colpisce le condotte attive in materia di frode e non presenta alcun riferimento agli insider. Può essere violata da qualsiasi soggetto che realizzi atti finalizzati all'induzione in errore o, comunque, all'ottenimento di un ingiusto profitto. Nonostante questo, le corti americane, attraverso un'originale interpretazione che pone sullo stesso piano - in forza dell'esistenza in capo agli insider di doveri fiduciari verso gli azionisti della società di appartenenza - il silenzio degli insider e le false e fraudolenti dichiarazioni, trasformano, probabilmente inconsapevolmente, la Rule 10b-5 nel più importante mezzo normativo nella lotta contro l'insider trading²⁶. Con riferimento a quest'ultima disposizione, la prassi giurisprudenziale individua come ipotesi di condanna per insider trading non più la qualifica formale della persona ma due nuovi presupposti, l'access e l'inherent unfairness. Il primo consiste nella presenza di un rapporto che consenta l'accesso, diretto o indiretto, ad informazioni che si presume siano da gestire nell'esclusivo interesse della società e non dunque personale. Il secondo pone l'accento sull'immoralità dell'azione di trarre vantaggio dalla situazione di inferiorità informativa della controparte. Appare evidente che anche la giurisprudenza, al pari dell'attività legislativa, si propone di garantire il cosiddetto *market egalitarianism* ossia il principio secondo cui tutti i soggetti che partecipano agli scambi azionari siano posti nelle medesime condizioni.

²⁶ In merito a questa evoluzione, che ha meravigliato sia i giuristi europei sia gli studiosi americani, Loss (*Fundamentals of Securities Regulation*, 1983) afferma che “è difficile pensare ad un'altra disposizione dell'intero corpus iuris con riferimento alla quale l'interazione dell'attività legislativa, dell'interpretazione amministrativa e della giurisprudenza abbia prodotto così tanto da così poco. Ciò che è più significativo è che questo sviluppo non era programmato”.

In tale ambito l'insider in possesso di informazioni riservate può scegliere fra il dovere di astenersi dal commercio e quello di pubblicare la notizia, ossia è proposta la formula della *disclose or abstain rule*. Tale regola, il cui *leading case* è quello denominato “**Sec vs. Texas Gulf Sulphur**” prevede che: “*chiunque sia in possesso di un'informazione essenziale di carattere riservato deve divulgarla al pubblico degli investitori, o, qualora ciò non gli sia consentito al fine di proteggere i segreti della società, scelga di non divulgarla, deve astenersi dal negoziare o dal raccomandare la negoziazione di quei valori mobiliari relativamente ai quali tale informazione deve rimanere segreta*”. L'applicazione di tale principio non rimane limitata alle azioni iniziate dalla Sec e riconducibili, quindi, ad un'ingiunzione, ma è estesa anche alle azioni promosse dai privati e, quindi, capaci di determinare un risarcimento del danno. In questi casi, poiché la violazione dell'obbligo di pubblicità ha causato un'alterazione del mercato, tutte le transazioni riguardanti i titoli di quella società e realizzate dal momento in cui la notizia doveva essere resa pubblica a quello in cui è stata effettivamente rivelata, sono state falsate. L'insider, una volta riconosciuto responsabile, di conseguenza, dovrebbe risarcire i danni a tutti i soggetti che in quel periodo hanno comprato o venduto le azioni considerate. Evidentemente la responsabilità in questo modo determinata sarebbe enorme, ma conforme allo scopo di penalizzare e scoraggiare ad ogni costo l'insider trading.

Nella seconda metà degli anni '70, però, in occasione del famoso caso “**Chiarella**”²⁷, la Corte Suprema per formulare una condanna di frode anche nel caso di informazioni non generate all'interno della società richiede la presenza di un ulteriore presupposto: un dovere di informare ossia di un *fiduciary duty* determinato dalla presenza di una relazione di *trust and confidence* tra le parti. In altre parole, l'applicazione della *disclose or abstain rule* è soggetta alla sussistenza di uno speciale rapporto di fiducia tra l'outsider e la società, che deve richiedere che il primo mantenga riservate le informazioni a lui comunicate.

²⁷ Il tipografo V. Chiarella, impiegato in un'impresa specializzata nella stampa di documenti per operazioni finanziarie, era stato in grado nel corso degli anni 1975-1976 di decifrare dalle bozze avute a disposizione per lo svolgimento delle proprie mansioni il nome di cinque società oggetto di altrettante offerte pubbliche di acquisto ed aveva acquistato le relative azioni per rivenderle dopo l'annuncio delle operazioni, ottenendo un profitto di 30.000 dollari.

Fra le opinioni contrarie alla decisione della Corte Suprema di assolvere il tipografo Chiarella assume notevole significato quella espressa dal Chief Justice *Burger*, denominata *misappropriation theory* e successivamente applicata ai casi “**Reed**”, “**Materia**” e “**Winans**”. Secondo quest’ultimo approccio, i tippee non possono agire sulla base di informazioni riservate non per la circostanza di averle ricevute, ma per quella di averle ricevute impropriamente. Affinché le informazioni siano ricevute impropriamente è necessario che: 1) l’insider abbia agito, dando le informazioni, in violazione di un suo dovere fiduciario; 2) il tippee sappia o avrebbe dovuto sapere che la notizia gli perviene in violazione di un dovere fiduciario dell’insider.

La sentenza di assoluzione di Chiarella da parte della Corte Suprema ha provocato la reazione anche della Sec che ha promulgato la *Rule 14e-3*, il cui fine specifico è la repressione di condotte analoghe a quelle realizzate dal tipografo in occasione di offerte pubbliche d’acquisto (OPA), ritenute dalla Corte Suprema stessa al di fuori della portata della *Rule 10b-5*.

Prima di analizzare la nuova norma in dettaglio, è opportuno sottolineare che le offerte pubbliche d’acquisto rappresentano uno stimolo notevole per le operazioni d’insider trading. Mentre l’effetto che una notizia può produrre sul pubblico degli investitori è caratterizzato sempre da incertezza, in caso di offerta pubblica d’acquisto non esistono dubbi: il prezzo offerto per un titolo di una società oggetto di scalata è, ovviamente, sempre più elevato del corso di borsa e il profitto è, quindi, certo.

La *Rule 14e-3*, in particolare, vieta l’acquisto o la vendita di valori mobiliari oggetto di un’OPA da parte di chiunque sia in possesso di informazioni essenziali e non pubbliche relative all’offerta già in atto o in corso di lancio. Il divieto agisce quando:

- a) il soggetto in possesso delle informazioni è a conoscenza del loro carattere non pubblico;
- b) le informazioni derivano dall’ente offerente o dalla società i cui titoli sono oggetto dell’offerta o da soggetti che agiscano per conto di esse.

Anche tale scelta normativa appare, però, come una soluzione parziale, capace, dal momento che si applica solamente ai casi di scalate, di affrontare solo in parte le difficoltà ed i problemi sollevati dal fenomeno considerato primo fra tutti la mancanza di una nozione unitaria e soprattutto oggettiva di insider trading. Consapevole di tale omissione, delle varie difficoltà della normativa e dell'altalenante impatto della giurisprudenza, la Sec si è impegnata costantemente ad individuare nuovi strumenti per la repressione di tale reato.

In primo luogo, accanto ai poteri disciplinari delle varie organizzazioni di categoria²⁸, la Commissione si è dotata, relativamente a soggetti determinati²⁹, di poteri disciplinari che prevedono la censura, la sospensione dall'attività per un periodo determinato e la radiazione.

In secondo luogo, il 25 luglio 1984 la stessa Commissione emana il cosiddetto *Insider Trading Sanctions Act* (ITSA) attraverso cui amplia la sua titolarità in campo civile. Dopo il 1984, infatti, le azioni civili della Commissione nei confronti di chiunque abbia violato qualsiasi disposizione del Securities Exchange Act contemplano non solo l'ingiunzione di cessazione di ogni attività illecita e la restituzione dei profitti (*Disgorgement of Profits*), ma anche la possibilità di richiedere l'applicazione di un'ammenda, da pagare allo *U.S. Treasury*, determinata alla luce delle circostanze del caso ed eventualmente coincidente con il triplo dei profitti conseguiti o delle perdite evitate. Relativamente a tale strumento restitutorio, che si propone di impedire all'insider la ritenzione dell'illegale profitto, è necessario precisare che il profitto o la perdita evitata è pari alla differenza tra il prezzo di acquisto/vendita ed il prezzo dei titoli considerati trascorso un ragionevole periodo dopo la divulgazione della notizia.

Una disposizione particolarmente interessante dell'ITSA è l'introduzione della nuova *Section 20(d)* del SEA che vieta il negoziare in opzioni o in altri strumenti derivati in ogni caso in cui sia illecito negoziare sui valori mobiliari sottostanti, eliminando una concreta opportunità nell'interdizione dell'insider trading scelta da alcune Corti convinte che il

²⁸ Tra le organizzazioni di categoria possiamo ricordare la *National Association of Securities Dealers*.

²⁹ I soggetti nei confronti dei quali tali poteri possono essere esercitati sono: broker-dealer, investment adviser, investment company.

possessore di opzioni, titolare esclusivamente di un diritto di acquisto di partecipazioni azionarie, fosse privo di un qualsiasi rapporto fiduciario prima dell'esercizio dell'opzione stessa³⁰.

Tuttavia, le turbolenze del mercato sul finire degli anni '80 impongono un successivo intervento del legislatore e, il 18 Novembre 1987, la Sec emana l'*Insider Trading Proscription Act* (ITPA).

Le caratteristiche di tale norma sono fondamentalmente la valutazione dell'elemento soggettivo non solo in termini di dolo, ma anche di colpa grave e la dilatazione della nozione di insider trading.

All'interno di quest'ultima la Sec comprende ogni ipotesi di transazione in valori mobiliari compiuta sulla base di informazioni riservate ottenute mediante furto, corruzione, dichiarazione ingannevole, spionaggio o mediante appropriazione indebita o tramite una qualsiasi altra violazione di obblighi fiduciari, di relazioni personali, di rapporti contrattuali o d'impiego.

Inoltre, la stessa norma prevede l'estensione dei divieti alle persone giuridiche, la responsabilità in solido del tipper e del tippee nel caso di tipping e la legittimazione processuale dei danneggiati all'azione di risarcimento dei danni nei confronti degli insider. Il riconoscimento ai privati dal punto di vista legislativo della possibilità di chiamare direttamente in giudizio gli insider al fine di ottenere il risarcimento del danno ingiustamente subito equivale a riconoscere esplicitamente che, al di là di ipotetiche lesioni di interessi pubblici, l'insider provoca con il suo comportamento una lesione diretta, concreta e rilevante *contra ius* in sede civilistica.

In particolare, il cosiddetto *Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act* (ITSFEA), entrato in vigore successivamente (19 novembre 1988), prevede a capo dell'insider l'obbligo del risarcimento del danno a favore di tutti coloro che hanno trattato le azioni, oggetto della speculazione dell'insider, nella posizione contrattuale opposta, nel caso in cui la violazione si verifichi dopo l'entrata in vigore della legge.

³⁰ Per comprendere l'importanza di tale novità, possiamo ricordare quanto afferma il *Southern District of New York* sul cosiddetto caso *Tomè*: "le opportunità di speculare a breve termine e senza rischio possono essere grandemente aumentate sul mercato delle opzioni perché il valore di un'opzione tende ad aumentare in percentuale molto maggiore del valore dei titoli sottostanti".

L'ITSFEA, inoltre, attraverso la *Section 3* assume un atteggiamento severo nei confronti dei *market professional*, dei *broker-dealer* autorizzati in base al SEA e dei consulenti finanziari soggetti all'*Investment Advisers Act* (1940). Questi soggetti sono obbligati ad adottare effettive misure e procedure scritte atte a prevenire fenomeni d'insider trading così come indicate dalla legge.

Per quel che riguarda l'apparato sanzionatorio, la norma in esame indica anche incentivi di natura economica per la collaborazione nelle procedure di accertamento dei casi d'insider trading, prevedendo per i cosiddetti collaboratori somme fino alla misura del 10% delle sanzioni civili riscosse.

Passando all'emisfero penale dell'apparato sanzionatorio, rileviamo un notevole aumento dei massimali edittali della pena. Nell'ambito dell'ITSA del 1984 la pena detentiva era già aumentata sensibilmente fino ad un massimo di 5 anni e quella pecuniaria era passata dal valore di \$10.000 a quello di \$100.000. Nell'ambito dell'ITSFEA del 1988 la pena è, invece, caratterizzata da un massimo edittale di ben 10 anni con multa fino ad un massimo di \$1.000.000 per le persone fisiche e di \$2.500.000 per quelle giuridiche.

Dopo aver rimesso all'attività giurisprudenziale l'onere di qualificare legislativamente i soggetti insider, nel 1991 la Sec decide di perseguire una via più volta alla prevenzione che alla repressione, scegliendo di agire sulle dichiarazioni obbligatorie ed intensificando i rapporti possibili tra i soggetti attivi (Società e Organo di controllo). Per questo, il 10 gennaio 1991, la Commissione approva modifiche sostanziali alle regole relative alle dichiarazioni su scambi di azioni da compilare da parte di funzionari, amministratori ed altri insider della società.

In primo luogo, ricordiamo che già gli obblighi informativi imposti dalla *Section 16* avevano una natura dinamica in quanto non si traducevano esclusivamente in una tempestiva comunicazione del quantitativo di azioni di cui l'insider era titolare al momento dell'assunzione della carica di amministratore e dirigente della società o della qualifica di socio rilevante, ma anche nella richiesta di un continuo aggiornamento delle modifiche intervenute. In particolare, la norma in esame obbligava

funzionari, amministratori ed azionisti con più del 10% del capitale sociale a dichiarare attraverso la compilazione del cosiddetto modulo n°3 i titoli in portafoglio al momento dell'ottenimento della carica e, nel caso in cui realizzassero operazioni successive alla dichiarazione, a compilare, nei primi dieci giorni del mese successivo alle compravendite, il cosiddetto modulo n°4 relativo alle modifiche apportate. Relativamente agli azionisti è opportuno, però, sottolineare l'inadeguatezza della quota di capitale richiesta per il sorgere del loro obbligo. Essa risulta troppo alta per un paese come gli Stati Uniti in cui domina la cosiddetta *public company* ossia la grande impresa ad azionariato diffuso. Dal momento che all'interno di questa le partecipazioni dei singoli azionisti molto raramente superano la soglia del 10%, la norma ora esaminata sembra quanto mai incapace di produrre alcun effetto.

Nonostante questo, gli obblighi imposti dalla Sec non erano adempiuti. La Sec ha rilevato che in alcuni anni il tasso di inadempimento delle dichiarazioni indicate dalla Section 16 era superiore al 50%. A causa di questa situazione, la Commissione ha, in primo luogo, ottenuto dal Congresso la possibilità di intentare procedimenti amministrativi nei confronti degli inadempienti. In secondo luogo, ha disposto per quest'ultimi l'obbligo di compilare annualmente il cosiddetto modulo n°5, che in via ordinaria è relativo alle dichiarazioni di operazioni effettuate oltre i sei mesi e, quindi, non rientranti nell'originaria disciplina della Section 16. Nel caso in cui si compili per la prima volta il modulo, è previsto l'obbligo di inserire ogni compravendita non dichiarata nell'arco dei precedenti due anni. Se un soggetto insider è inadempiente, corre il rischio di non ottenere la rielezione o il rinnovo della carica dal momento che il suo nome sarà segnalato dalla società attraverso le comunicazioni ed i materiali informativi inviati agli azionisti per le deleghe. Per limitare la mancata effettuazione delle dichiarazioni, le società stesse sono obbligate, nell'ambito del modulo n°10-k relativo alle comunicazioni obbligatorie, a dichiarare tutti i casi in cui i propri funzionari, amministratori ed azionisti con più del 10% del capitale si sono sottratti agli obblighi previsti dalla Section 16. Nel caso in cui anche la società sia inadempiente, la Sec decide di sottoporre l'intera realtà societaria ad una

specifica revisione. Inoltre, al fine di poter raccogliere il maggior numero di informazioni possibili, la Sec ha stipulato in prima persona accordi di diverso tipo per la cooperazione in fase investigativa come trattati di mutua assistenza legale e *Memorandum of Understanding* con numerosi paesi europei. I primi sono vincolanti e prevedono assistenza relativamente all'individuazione delle prove, all'ottenimento delle dichiarazioni e delle testimonianze dei soggetti coinvolti e alla produzione delle registrazioni giudiziarie. I secondi, al contrario, non sono vincolanti e si propongono di garantire un maggiore scambio reciproco di informazioni tra le autorità dei *Security Markets*.

Nonostante questo, l'ondata dei grandi scandali finanziari che hanno recentemente caratterizzato società come **Enron**, **Worldcom** e **Tyco** ha sottolineato la necessità di fissare ulteriori standard di trasparenza per le imprese quotate. Le nuove regole dettate sono contenute nel cosiddetto *Sarbanes-Oxley Act*, entrato in vigore il 30 Luglio 2002 e considerato in ambito americano la riforma economico-finanziaria di maggiore portata dall'introduzione del *New Deal* negli anni '30. Per quel che riguarda le innovazioni apportate quella più eclatante è l'obbligo di certificare i bilanci trimestrali a capo degli amministratori delegati e dei direttori finanziari che diventano, quindi, responsabili penalmente dell'accuratezza delle informazioni diffuse al pubblico. In base al principio fondamentale di tale riforma secondo cui l'amministratore delegato e il direttore finanziario non possono non ignorare la presenza di eventuali incongruenze nelle dichiarazioni rilasciate alla Sec, gli stessi soggetti che forniscono informazioni fuorvianti o falsificano documenti contabili vedono aumentare, per molti in maniera discutibile ed eccessiva, la pena massima prevista per le truffe societarie da cinque a venti anni.

In secondo luogo, la nuova legge anti-frodi dispone la creazione, sotto il potere della Sec, di un organismo per vigilare sui revisori, il cosiddetto *Public Company Accounting Oversight Board* e prevede il divieto per i revisori di svolgere attività di consulenza presso le aziende di cui certificano i bilanci per mantenere separate le attività di consulenza da quelle di controllo e di certificazione.

In terzo luogo, la legge in esame, che ha stabilito anche un aumento di budget a favore degli investigatori della Sec³¹, impone la condizione di indipendenza per la maggioranza dei consiglieri di amministrazione e, al fine di limitare il peso dei manager esecutivi, la costituzione, all'interno dello stesso consiglio di amministrazione, di comitati di controllo interno (*Audit Committee*), composti esclusivamente da amministratori indipendenti e da almeno un esperto di finanza, e a cui è affidato il compito di scegliere la società di revisione.

Anche per quel che riguarda le compravendite di titoli societari da parte di manager e grandi azionisti (*Internal Dealing*), il nuovo atto introduce una normativa più rigorosa, prevedendo l'obbligo di rendere note tali transazioni entro due giorni di borsa aperta dalla data effettiva delle stesse.

Le norme appena descritte, inoltre, vincolano non solo le società quotate statunitensi, ma anche quelle straniere, soprattutto europee, che sono quotate nei mercati americani. E proprio a questo proposito, il Sarbanes-Oxley Act è stato oggetto di numerose critiche da parte di coloro che temevano che la nuova legge, diretta specificatamente alle esigenze americane, generasse onerose difficoltà organizzative ed eccessivi costi per i soggetti stranieri. Per ovviare a queste critiche, la stessa Sec si è impegnata in duplice modo. Da una parte, ha previsto specifiche esenzioni per le società straniere. L'obbligo di certificare personalmente la correttezza e la completezza dei bilanci aziendali è esteso, ad esempio, all'amministratore delegato e al responsabile finanziario solo delle società che devono adempiere agli obblighi di comunicazione attraverso il modulo 20-F. In tema di *Internal Dealing* le società straniere non devono rispettare la regola secondo cui le transazioni effettuate dai soggetti qualificati (amministratori, direttori generali e azionisti con un partecipazione superiore al 10%) devono essere comunicate entro due giorni. Nell'ambito del regime più flessibile riconosciuto alle aziende non americane, in generale, è fissato solo un unico criterio rigido: la supervisione del revisore esterno dei bilanci non deve essere di competenza dei dirigenti aziendali.

³¹ In particolare, il Congresso ha previsto lo stanziamento di 776 milioni di dollari a favore della Sec per l'anno 2003 contro i 438 milioni di dollari previsti per l'anno 2002.

Dall'altra parte, per evitare che le imprese estere subissero ingiustizie o svantaggi competitivi, la Sec si è dichiarata disponibile ad esaminare caso per caso le richieste di esenzione dalle norme della Sarbanes-Oxley e, quindi, ad accordare deroghe alle società che dimostrano o la loro incapacità di rispettare le norme statunitensi a causa di un evidente contrasto tra queste e le norme dei rispettivi paesi di origine o la loro capacità di garantire un adeguato livello di tutela degli investitori.

A conclusione di questa breve descrizione della recente riforma americana, è necessario sottolineare che dopo il primo anno di applicazione delle nuove regole era in aumento la schiera delle imprese che denunciano il sostenimento di eccessivi costi, sia in termini di dollari sia in termini di tempo. All'inizio dell'anno 2004, nonostante non tutte le riforme previste dal Sarbanes-Oxley Act fossero entrate pienamente in vigore, il *Wall Street Journal* rivelava che l'aumento dei costi di verifica contabile era pari al 30% e che il peso dello stanziamento dei nuovi fondi per la Sec per ogni grande impresa era pari a due milioni di dollari all'anno. Tale prezzo non era, comunque, considerato eccessivo dai fautori della riforma se paragonato con il ben più elevato costo di nuove crisi di fiducia degli investitori della *Corporate America*.

4.2. I più importanti provvedimenti legislativi in Gran Bretagna

Per quel che riguarda la Gran Bretagna, l'emanazione di leggi dirette a disciplinare i mercati è antichissima e risale al dodicesimo secolo. Possiamo poi ricordare un rapporto sulle società inglesi, datato 1697 e redatto ad opera di alcuni commissari preposti ad indagare sulle attività di insider trading e di manipolazione del mercato compiute ai danni delle società inglesi e su altre pratiche fraudolente; ancora risalgono al diciottesimo secolo alcuni *pamphlets* tra cui famoso è quello scritto da *Daniel Defoe* sull'immoralità degli agenti di cambio, in cui il primo mercato mobiliare di Londra è descritto come il dominio di frode ed imbroglio.

Nonostante questo e nonostante l'attenzione prestata dall'ordinamento inglese al controllo della liceità delle transazioni finanziarie risalga alla

prima metà del novecento, l'introduzione nel Regno Unito di una regolamentazione penale in materia di insider trading coincide con l'entrata in vigore solo nel 1980 del cosiddetto *Companies Act*, integrato nel 1985 dal cosiddetto *Companies Securities (Insider Dealing) Act* (IDA) e nel 1986 dal cosiddetto *Financial Services Act* (FISA). In particolare, la prima norma pone a capo del soggetto che assume la qualifica di amministratore l'obbligo di comunicare per iscritto alla società ogni proprio interesse di qualunque natura relativo a titoli emessi dalla società stessa. Quest'ultima, a sua volta, deve conservare le comunicazioni ricevute dagli amministratori in relazione ai loro obblighi di comunicazione attraverso un registro, in seguito consultabile sia dagli azionisti sia da qualsiasi persona interessata. La seconda norma citata, l'IDA, amplia i poteri del *Department of Trade and Industry* (DTI) e disciplina una particolare procedura per lo svolgimento delle indagini necessarie a verificare la sospetta violazione alla normativa interna in tema di insider trading. Conferisce al Segretario di Stato il potere di nominare un collegio di ispettori nel caso in cui si sospetti un'eventuale violazione della normativa in tema di insider trading. Questi ispettori godono di poteri piuttosto penetranti, potendo ordinare a chiunque ritengano possa fornire informazioni utili di presentarsi dinanzi a loro, di esibire documenti e di fornire tutta l'assistenza che possa ragionevolmente essere prestata. Se l'ampiezza di questi poteri investigativi non può essere negata, deve osservarsi, però, che la mancanza di un organo permanente cui siano affidate, in via continuativa, esclusiva e specifica, le indagini sui sospetti di violazione rende di fatto necessario affidare all'autogoverno del sistema finanziario la verifica del rispetto assiduo della normativa. Determinante a tal fine è, dunque, il ruolo svolto dai *compliance officers*, ossia da quei soggetti che, all'interno delle organizzazioni finanziarie, sono responsabili del rispetto delle normative regolanti l'attività di tali enti. Tali controlli, purtroppo, non risultano estremamente efficaci dal momento che i *compliance officers*, di fronte ad un sospetto caso di insider trading, preferiscono rivolgersi ai propri superiori interni, piuttosto che trasmettere la notizia ai

competenti uffici dello Stock Exchange o all'organo di autodisciplina della categoria di appartenenza.

Nell'ambito di tale quadro normativo, si inserisce verso la fine del 1986 uno dei più famosi scandali finanziari della storia inglese, il caso *Guinness*. Quest'ultima, contemporaneamente ad una sua concorrente, l'*Argyll*, decide di acquistare una terza società, la *Distillers*, legata alla produzione di birre e bevande alcoliche. Nel tentativo di realizzare il suo proposito, la Guinness propone un'offerta mista ossia offre sia contanti sia un certo numero di azioni proprie, il cui valore è evidentemente soggetto alle variazioni di mercato. Alcuni membri della società, tra cui l'ex presidente *E.Saunders* e alcune personalità della *City* come *A.Barnes*, il magnate *G.Ronson* e *Jack Lyons*, furono accusati di aver costituito un gruppo di supporto al fine di sostenere il prezzo del titolo durante l'offerta. Dopo diversi anni, nel 2001, la Corte d'Appello pronunciò la sentenza definitiva e condannò le persone prima citate al pagamento di pene pecuniarie destinate alla restituzione dei profitti ingiustamente realizzati, prevedendo anche una condanna penale nei confronti di Saunders e Barnes, ritenuti i maggiori responsabili dell'accaduto.

Probabilmente, questa sentenza è stata influenzata dall'applicazione del nuovo *Criminal Justice Act* (CJA), emanato nel 1993 per dare attuazione alla *Direttiva Comunitaria n°592/89* che suggeriva agli Stati membri di armonizzare le normative interne, prevedendo una specifica disciplina restrittiva e sanzionatoria per le attività degli insider. In tale ambito è qualificato come insider chi, dopo aver acquisito un'informazione riservata, negozia all'interno di un mercato regolamentato un valore mobiliare il cui prezzo varierebbe sensibilmente (*price-affected*) se l'informazione riservata fosse pubblica, senza che sia specificato alcun criterio per individuare tale idoneità dell'informazione. Si ritiene presuntivamente che un soggetto abbia acquisito un'informazione da una fonte riservata soltanto se:

- a) abbia ricevuto tale notizia in qualità di direttore, impiegato o azionista della società che emette i valori mobiliari cui detta informazione fa riferimento;

- b) abbia ricevuto tale notizia grazie all'impiego o alla professione svolti;
- c) la fonte diretta o indiretta della notizia sia uno dei soggetti di cui alla lett.a).

Per quel che riguarda la categoria dei soggetti attivi del reato la novità principale consiste nell'annoverare tra gli stessi anche gli azionisti e, in modo particolare, quelli di maggioranza che, pur senza rivestire la formale qualifica di amministratori, hanno un significativo spazio di manovra all'interno della società ed il conseguente accesso alle sue informazioni privilegiate. Al contrario, non è imputabile del reato di insider trading chi sia in grado di provare che: 1) non prevedeva al tempo della transazione che il profitto da essa conseguito sarebbe stato da attribuire al carattere *price-sensitive* dell'informazione posseduta; 2) al tempo della negoziazione aveva ragionevoli motivi per ritenere che l'informazione fosse già sufficientemente divulgata per assicurare che nessuno di coloro che presero parte alla transazione avrebbe ricevuto un pregiudizio dal non aver l'informazione stessa; 3) si sarebbe comportato in ugual maniera anche se non avesse avuto l'informazione riservata. In altre parole, per la configurazione del reato è richiesto non solo di verificare che l'acquisizione dell'informazione privilegiata abbia obiettivamente posto l'agente in una posizione di vantaggio rispetto agli altri operatori economici, ma che questi l'abbia poi volutamente sfruttata. Le medesime circostanze valgono ad escludere l'imputazione per l'insider che abbia indotto altri a negoziare un valore mobiliare. Un insider che abbia divulgato l'informazione riservata non sarà punibile se dimostrerà che: 1) non poteva attendersi che la persona cui aveva confidato tale notizia avrebbe, proprio per tale ragione, negoziato in un mercato regolamentato; 2) sebbene si aspettasse che detta persona avrebbe negoziato il valore mobiliare, era, però, convinto che tale transazione non sarebbe risultata vantaggiosa, poiché egli ignorava di aver comunicato un'informazione *price-sensitive* in relazione al bene negoziato.

Relativamente alla natura dell'informazione, l'insider può rigettare l'imputazione dimostrando che: 1) l'informazione posseduta era

un'informazione di mercato; 2) considerando la sua particolare posizione, la sua condotta doveva ritenersi "ragionevole", nonostante egli avesse acquisito quella particolare informazione operando come un insider. In particolare, in base all'art.56 del CJA l'"informazione riservata" è:

- a) relativa a determinati valori mobiliari e non al loro generico insieme;
- b) specifica o precisa;
- c) non pubblica;
- d) *material*, ossia, se resa pubblica, avrebbe un significativo effetto sul prezzo dei valori mobiliari.

Relativamente al momento in cui l'informazione riservata cessa di essere tale il CJA introduce un'importante modifica. L'IDA suggeriva all'insider di considerarsi libero di negoziare nel momento in cui i soggetti che seguono il titolo interessato con maggior attenzione venivano a conoscenza dell'informazione riservata. Dal momento che tale individuazione risultava estremamente difficile, l'aver acquisito l'informazione poteva rappresentare un danno per l'insider che, se non voleva correre rischi, era costretto ad astenersi del tutto dal negoziare in borsa il titolo interessato. Al contrario, il CJA riconosce all'insider la piena libertà d'azione successivamente alla pubblicazione della notizia, trascurando la capacità del mercato di recepire effettivamente l'informazione. La soluzione adottata dal CJA è, quindi, discutibile, al pari di quella precedente, anche se per motivi diversi, dal momento che il permettere all'insider di negoziare il titolo al momento della pubblicazione della notizia, e dunque ancor prima che essa sia stata effettivamente recepita dal mercato, potrebbe garantire la non punibilità in molti casi in cui la transazione, formalmente lecita, sia stata, però, effettuata immediatamente dopo il verificarsi della condizione di "conoscibilità" dell'informazione riservata.

Relativamente alla nozione di territorialità l'art.62 prevede, invece, il sussistere del reato soltanto se:

- a) l'autore è presente all'interno del Regno Unito nel momento in cui ha compiuto "*un atto che costituisca o faccia parte della pretesa transazione*";

- b) il mercato regolamentato sul quale si asserisce sia stata compiuta la negoziazione è regolato nel Regno Unito per disposizione del Tesoro;
- c) l'autore è un intermediario professionista e si trova all'interno del Regno Unito nel momento in cui gli si contesta di aver compiuto un atto in seguito al quale si è verificato il reato.

In modo analogo, aver incoraggiato un terzo a compiere una transazione o aver divulgato un'informazione privilegiata costituisce reato soltanto se:

- a) l'autore è presente nel Regno Unito nel momento in cui gli si contesta di aver rivelato l'informazione o di aver incoraggiato la transazione;
- b) il terzo che si presume abbia ricevuto l'informazione o l'invito a negoziare è in quel momento presente nel Regno Unito.

Queste ultime disposizioni destano forti perplessità. Data la difficoltà di localizzare geograficamente il reato d'insider trading, appare discutibile la decisione di vincolare alla presenza nel territorio dell'agente o del terzo che riceve la segnalazione il prosieguo dell'azione penale, con riferimento all'ipotesi di cessione di notizie riservate. In questi casi un'efficace repressione penale dovrebbe prescindere dal requisito della "territorialità" dell'azione, prevedendo quale unico momento di collegamento per l'applicazione della legge nazionale la lesione inferta alla trasparenza di un mercato regolamentato interno.

Infine, le ultime regole in materia di abusi di mercato sono state emanate nel 2000 attraverso il *Financial Services and Markets Act* (FSMA), che, entrato in vigore effettivamente solo il 30 Novembre 2001, ha istituito la cosiddetta *Financial Services Authority* (Fsa) ossia un'unica autorità di regolamentazione con poteri in materia di investimenti, attività bancaria ed assicurazioni. Grazie a tali poteri la Fsa ha pubblicato il cosiddetto *Code of Market Conduct* (CoMC) in cui descrive le caratteristiche principali dei comportamenti riconducibili alla categoria del Market Abuse e quelle circostanze (*Safe Harbours*) in presenza delle quali sono riconosciute particolari deroghe ai divieti indicati in tale ambito. In primo luogo, la *Section 118* del codice in esame elenca tre tipi di comportamento illecito:

- a) i comportamenti basati su un'informazione di cui non dispongono i soggetti che regolarmente utilizzano il mercato, ma che, se resa pubblica, sarebbe capace di influenzare le loro scelte di investimento;
- b) i comportamenti che consistono nella diffusione di notizie false ma apparentemente affidabili e idonee per il loro contenuto a riflettersi sul prezzo di mercato di uno o più strumenti finanziari;
- c) alcuni comportamenti di per sé leciti se considerati autonomamente, ma pregiudizievoli del corretto funzionamento del mercato se considerati nel loro complesso³².

Anche a prima vista, possiamo intuire come la definizione di eventuali comportamenti illeciti abbia come punto di riferimento i parametri dettati dal cosiddetto “*regular user*” del mercato, la cui identità può variare da un tipo di mercato all'altro. In altre parole, un comportamento messo in atto da un soggetto è indicato come condotta illecita se non appartiene alla sfera dei comportamenti che l'investitore medio potrebbe aspettarsi da una persona avente la medesima posizione dell'agente. Il *regular user* è un ipotetico soggetto e rappresenta qualsiasi persona ragionevole che effettui regolarmente scelte di investimento attraverso il mercato. L'individuazione degli standard d'azione di quest'ultimo si pone, quindi, come un problema di non facile soluzione.

In secondo luogo, relativamente a circostanze particolari il CoMC riconosce esenzioni ai divieti in materia di abuso di mercato. Gli ambiti o *safe harbours* all'interno dei quali non è prevista l'applicazione dei divieti ora esaminati riguardano le operazioni di stabilizzazione di strumenti finanziari e le offerte pubbliche di acquisto relativamente alle quali i termini della disclosure delle informazioni sono indicati nel *Takeover Code*.

Inoltre, per quel che riguarda l'*enforcement*, il FSMA attribuisce alla Fsa il potere sia di richiedere informazioni e documenti sia di investigare in relazione a casi sospetti di abuso di mercato. La stessa autorità può, infine, punire i soggetti riconosciuti colpevoli dei reati descritti dalla

³² Un esempio di quest'ultima categoria di comportamenti illeciti è il cosiddetto *squeeze* o *corner* che si sostanzia in acquisti volti unicamente ad occupare nel mercato una posizione di forza tale da consentire all'agente di alterare a piacimento i corsi dei titoli.

Section 118 attraverso un'ampia gamma di possibilità: il pagamento di una multa senza limite, la pubblica censura, un'ingiunzione, un ordine di restituire i profitti conseguiti e la variazione o revoca dell'autorizzazione ad effettuare operazioni sul mercato.

Nell'ambito della disciplina inglese in materia di internal dealing ricordiamo, in ultima analisi, le cosiddette *Stock's Exchange Listing Rules* che ampliano le previsioni contenute negli atti precedentemente indicati. La caratteristica più interessante delle norme ora citate è l'obbligo a capo delle società quotate di munirsi di un codice in materia di internal dealing, di cui le stesse Listing Rules stabiliscono il contenuto minimo attraverso il cosiddetto *Model Code for Transactions by Directors*. Quest'ultimo, che è un codice di condotta volontario pubblicato per la prima volta nel 1977 e successivamente modificato nel 1993, impone principalmente due divieti agli amministratori e a quei soggetti che, in ragione della loro posizione all'interno dell'emittente o di una sua società controllata o controllante, possano trovarsi in possesso di informazioni privilegiate. In primo luogo, le persone rilevanti non possono effettuare transazioni sulla base di informazioni *price-sensitive* non ancora pubbliche. In secondo luogo, i medesimi soggetti non possono comprare o vendere i titoli delle rispettive società durante i cosiddetti *close period* ossia durante il periodo che precede, ad esempio, l'approvazione dei risultati infrannuali. In particolare, il Model Code definisce come close period:

- a) il periodo di due mesi che precede la divulgazione dei dati contenuti nel bilancio annuale o nella relazione semestrale;
- b) il periodo di un mese che precede la pubblicazione dei dati contenuti nella relazione trimestrale.

A conclusione di tale descrizione del quadro normativo inglese, è opportuno ricordare che la Gran Bretagna ha implementato la cosiddetta *Market Abuse Directive* il 18 Giugno 2004. Attraverso il recepimento di tale direttiva, sono stati integrati gli obblighi informativi delle persone rilevanti anche se non sono state modificate le modalità di adempimento degli stessi. In particolare, è stato posto a capo di coloro che esercitano responsabilità di direzione l'obbligo di comunicare le operazioni da loro

effettuate all'emittente, che, a sua volta, è chiamato a notificare tutte le comunicazioni ricevute al mercato attraverso il Ris, *Resource Information Service* (vedere Figura 4.1.). Da parte sua l'emittente deve anche istituire pratiche idonee all'identificazione delle persone rilevanti e a monitorare il loro agire sul mercato finanziario.

Figura 4.1.: Il processo di disclosure relativo agli obblighi informativi.



4.3. L'esperienza francese in materia di insider trading

La Francia è stato il primo paese europeo ad introdurre disposizioni dirette a disciplinare le transazioni effettuate dagli insider. Il primo tentativo del legislatore francese risale al 1967 ed è rappresentato dall'*Ordonnance n°67-833* del 28 Settembre dello stesso anno, istitutiva anche della *Commission des Operations de Bourse* (Cob). Anche in questo caso, tale fenomeno si pone nella disciplina più generale del mercato dei valori mobiliari, allontanandosi dalla dinamica relativa ai conflitti d'interesse interni alle società.

L'art.8 dell'ordinanza in esame, introducendo l'articolo 162-1 nella legge 24 luglio 1966 sulle società commerciali, prevede un controllo preventivo della Cob sulle operazioni di borsa compiute dal presidente, dagli amministratori, dai direttori generali e dai membri del consiglio di sorveglianza e di direzione delle società quotate in borsa e comunque da tutti i dipendenti della società che la Commissione abbia constatato poter ottenere notizie privilegiate, considerando anche quelle compiute dai coniugi non separati e dai figli minori di tutti questi soggetti. La Cob, proprio al fine di intervenire tempestivamente, obbliga ai soggetti prima ricordati di registrare ogni titolo posseduto e di comunicare alla stessa

ogni operazione di acquisto o vendita successiva. Coerentemente con la ratio indicata, non sono previsti divieti al compimento delle operazioni e sanzioni di alcun genere in modo da consentire alla Cob, in presenza del sospetto di uno sfruttamento abusivo, di adottare i provvedimenti divulgativi della notizia di volta in volta ritenuti più opportuni. A causa della mancanza della definizione dello standard di significatività dell'informazione societaria, la Commissione, ad un anno dall'entrata in vigore dell'ordinanza, ha ricevuto 40.000 denunce, senza avere la possibilità pratica di assumere, per tutte, i provvedimenti necessari. Successivamente, la legge 31 Dicembre 1970, n°70-1284 introduce alcune modifiche per provvedere alla situazione creatasi. E' abrogato l'obbligo di comunicare alla Cob ogni transazione effettuata dai soggetti indicati dall'art.8 dell'ordinanza del 1967. Nonostante sia ancora assente una puntuale definizione, la nozione di informazione privilegiata appare riferita ad ogni fatto o evento ignoto al pubblico ed attinente al funzionamento tecnico, commerciale e finanziario delle società. Relativamente ai soggetti il legislatore francese, introducendo la locuzione "*à l'occasion*", indica la necessità di un collegamento funzionale tra le modalità di apprendimento della conoscenza e le mansioni svolte, evitando di comprendere anche coloro che ottengono un'informazione privilegiata fuori dell'esercizio di un'attività interna o comunque collegata alla società e quindi del tutto casuale. Infine, per i comportamenti ora considerati la riforma prevede come sanzione la reclusione da due mesi a due anni nonchè il pagamento di una multa sino ad un massimo di cinque milioni di franchi o pari a quattro volte il profitto realizzato.

Successivamente, la legge del 3 Gennaio 1983 n°1 amplia l'ambito soggettivo di applicazione della normativa anti-insider trading e l'oggetto dell'informazione privilegiata.

La categoria di soggetti perseguibili per insider trading comprende non solo chiunque abbia compiuto in proprio operazioni essendo in possesso di informazioni privilegiate, ma anche chiunque abbia permesso ad un terzo di sfruttare queste informazioni.

Ai fini della responsabilità penale, l'estraneità all'operazione da parte del tipper e la sua incapacità di trarne beneficio non risultano importanti dal momento che il reato si perfeziona con la mera comunicazione della notizia.

Inoltre, estendendo la sua sfera di applicabilità, la norma in esame prevede che, *"qualora una persona giuridica sfrutti informazioni privilegiate, sono da considerarsi penalmente responsabili i suoi dirigenti di diritto o di fatto"*. A questo proposito, è opportuno sottolineare che la riforma in esame permette per la prima volta di distinguere due categorie di insider: i primari, ossia coloro che rappresentano i vertici della società emittente ed i loro coniugi, ed i secondari, ossia coloro in grado di ottenere informazioni in forza della professione o della posizione ricoperta. L'introduzione di questa distinzione determina la configurazione del reato anche in assenza di un preesistente legame con la società emittente e compensa l'originaria mancanza nella legislazione francese di un espresso divieto del *tipping*, previsto solo successivamente dalla legge del 1989.

A differenza della legge del 1970 che considera unicamente informazioni sull'andamento tecnico, commerciale o finanziario di una società, la legge del 1983 stabilisce che l'informazione deve avere ad oggetto le prospettive di un emittente di titoli o le prospettive di evoluzione di un valore mobiliare.

Infine, tale disciplina considera solo le operazioni effettuate in borsa, a differenza della più recente legge n°88-70 del 22 Gennaio 1988 che afferma che le operazioni dei soggetti non devono svolgersi necessariamente in borsa ma, più genericamente, sul mercato e che l'oggetto delle operazioni non è più solo costituito da valori mobiliari, ma anche da contratti a termine negoziabili. Di conseguenza, a partire dal 1988 anche in Francia è posto a capo degli insider in possesso di informazioni privilegiate il divieto di negoziare in azioni, contratti future o in altri prodotti finanziari autorizzati alle negoziazioni dal *Conseil des Bourses de Valeurs* o dal *Conseil de Marchè a Terme*.

Nonostante questo progressivo ampliamento sia della definizione dei soggetti attivi del reato sia del concetto di informazione privilegiata,

anche il legislatore francese ha incontrato numerose difficoltà oggettive di definizione del fenomeno soprattutto in sede di accertamento dei fatti e di recepimento delle prove.

Un'evidente prova di queste problematiche è rappresentata dal celebre caso *Pèchiney*, azienda pubblica francese protagonista del lancio di un'OPA sulle azioni della holding americana *Triangle* per l'acquisizione di una sua controllata, *l'American National Can*. Nella settimana immediatamente precedente l'operazione, furono eseguiti acquisti per un numero pari a 229.000 azioni *Triangle*, un quantitativo almeno cinque volte superiore ai valori normali di negoziazione e ad un prezzo (10\$) molto inferiore al valore di quotazione dell'OPA fissato a 56\$. Nell'ambito dell'inchiesta aperta dalla Sec, in collaborazione con la Cob, furono coinvolti alcuni personaggi vicini al presidente *Mitterand*, tra cui ricordiamo i due finanzieri *Patrice Pelat* (10.000 azioni *Triangle*) e *Max Theret* (32.000 azioni *Triangle*), sospettati di essere legati anche a *Alex Boubil*, ex-direttore di gabinetto del ministero delle finanze, costretto, poi, a dimettersi per lo scandalo. Dal momento che la normativa francese di quegli anni (prima del 1989) proibiva l'abuso di informazioni privilegiate solo agli insider primari, trascurando completamente la figura degli insider secondari, e dal momento che le autorità investigative non furono in grado di identificare le persone all'origine della fuga di notizie, la Cob si limitò a dichiarare il reato senza avere la possibilità di perseguire i colpevoli.

Nonostante questo, la sensibilizzazione dell'opinione pubblica e degli ambienti professionali in materia di insider trading operata dal caso appena descritto, quasi contemporaneo al clamoroso scandalo legato all'istituto di credito *Societè Generale*, ha portato all'emanazione della Legge 2 Agosto 1989, diretta, in primo luogo, a punire anche il reato del *tipping* ed, in secondo luogo, ad ampliare sia i poteri investigativi sia quelli di intervento della Cob. Per quel che riguarda il primo tipo di facoltà, gli agenti della Commissione possono accedere ovunque, ottenere qualsiasi documento richiesto a società, banche o intermediari finanziari e denunciare all'autorità giudiziaria eventuali comportamenti reticenti o ostantivi, sanzionabili con un'ammenda sino a due milioni di franchi e con

l'arresto sino a due anni. Per quel che riguarda, invece, i poteri di intervento, che devono essere esercitati nell'ambito di una grande cooperazione con gli altri organismi internazionali dotati delle sue stesse competenze, la Cob acquista sia la facoltà di sanzioni pecuniarie sino a 10 milioni di franchi e sino a dieci volte i profitti illecitamente realizzati sia un autonomo e diretto *pouvoir d'injonction* oltre a quello indiretto già esistente. In particolare, l'esercizio dei due poteri appena indicati è caratterizzato da diversi presupposti: il primo potere (diretto) può essere esercitato nel caso in cui il comportamento in esame sia contrario a norme regolamentari emanate direttamente dalla Cob; al contrario, il secondo potere (indiretto) richiede semplicemente la presenza di una pratica contraria alle disposizioni legislative.

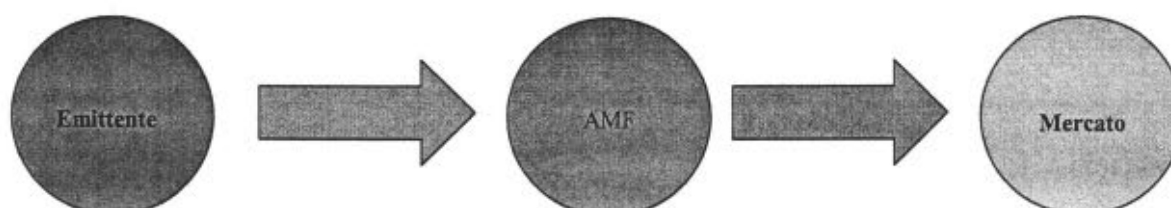
Infine, per ovviare alla più frequente critica sollevata nei confronti della normativa francese, ossia la mancanza di precisione relativamente al concetto di informazione, la Cob ha emanato il *Regolamento n°90-08* che presenta congiuntamente i caratteri di un regolamento repressivo e preventivo e che indica come privilegiata un'informazione non pubblica, precisa, concernente uno o più emittenti, uno o più valori mobiliari, uno o più prodotti finanziari e che se resa pubblica può avere un'influenza sul corso dei valori mobiliari.

E' difficile dire in che misura tale scelta della Cob, oltre che non in linea con la definizione adottata dalla Direttiva Comunitaria n°89/592, sia più o meno appropriata. Essa, infatti, è in grado di comprendere i casi in cui l'informazione riservata può avere una semplice "incidenza" (sensibile o meno) sul prezzo del valore mobiliare e questo potrebbe assumere rilievo anche nell'ipotesi in cui, per altri motivi, anche esterni al mercato mobiliare o all'informazione in sé considerata (es., un crollo del prezzo del petrolio, il rialzo improvviso di una divisa estera, lo scoppio di una guerra), si dovesse concludere ex post che l'informazione, di fatto, non sarebbe stata in grado di influenzare "sensibilmente" il corso del titolo.

A conclusione di tale descrizione del quadro normativo francese, è opportuno ricordare che l'implementazione della cosiddetta *Market Abuse Directive* da parte del paese in esame ha posto a capo dell'emittente l'obbligo di comunicare le operazioni effettuate da coloro

che esercitano responsabilità di direzione all'AMF (*Autorité des Marchés Financiers*), che, a sua volta, è chiamata a notificare tutte le comunicazioni ricevute al mercato (vedere Figura 4.2.).

Figura 4.2.: Il processo di disclosure relativo agli obblighi informativi.



4.4. L'esperienza giapponese in materia di insider trading

Dopo aver descritto dettagliatamente le normative in materia di insider trading adottate negli Stati Uniti e nei principali paesi europei, focalizziamo ora la nostra attenzione sulle soluzioni proposte nell'ambito del secondo mercato finanziario del mondo, quello giapponese. I motivi alla base di questa scelta possono essere molteplici: l'esigenza di offrire una panoramica completa in un'epoca, come la nostra, caratterizzata dalla sempre più invocata globalizzazione dei mercati finanziari, l'interesse suscitato dall'originalità di alcune risoluzioni previste dal legislatore nipponico, capaci di offrire importanti spunti di riflessione in chiave comparatistica e la presenza di una certa affinità in termini di contenuti e di problemi applicativi con la disciplina italiana.

Nonostante in Giappone l'insider trading sia specificatamente configurato come reato solo nel 1988, già a partire dal 1948 l'Autorità Giudiziaria dispone di alcuni strumenti normativi capaci di reprimere l'abuso di informazioni privilegiate, come il *Securities Exchange Act* (SEA). Quest'ultimo, al pari di numerosi istituti e norme giapponesi emanati al termine della seconda guerra mondiale, può essere considerato "una brutta copia" del corrispondente modello americano.

In particolare, l'art.58 ("Unfair Securities Dealings") imita pedissequamente la *Rule 10b-5* americana e, al pari di quest'ultima, si

propone di perseguire genericamente le frodi realizzate sul mercato borsistico. Nonostante questo, la norma americana e quella giapponese sono caratterizzate da un'applicazione profondamente diversa: la prima, grazie ad una tanto felice quanto complessa interpretazione evolutiva della giurisprudenza americana, si è trasformata nel più importante strumento adottato nella repressione dell'insider trading, mentre la seconda si è rivelata uno strumento tanto inadeguato quanto evanescente. Il diverso *enforcement* delle due leggi può essere giustificato dal fatto che il primo mercato, permeato dall'etica protestante nordamericana, è stato ed è tuttora teatro di continue scalate ostili, che, essendo situazioni di grandi opportunità per gli insider, hanno reso impellente la necessità di una disciplina, al contrario del secondo, pervaso da idee di chiusura ed esclusività e da una struttura proprietaria un po' *ingessata*.

Un discorso analogo può essere fatto relativamente all'art.189 ("*Disgorgement of Short Swings*") che, riproducendo la Section 16 del Securities Exchange Act (1934), attribuisce alla società l'opportunità di recuperare entro sei mesi i profitti relativi alle transazioni di segno opposto compiute da amministratori, sindaci, dirigenti e da azionisti che detengono una quota superiore al 10% del capitale sociale. In caso di inerzia da parte delle società, anche l'ordinamento nipponico riconosce, in via surrogatoria, agli azionisti la facoltà di agire in nome e per conto delle società stesse i cui strumenti finanziari sono oggetto delle operazioni. Nonostante questo, attraverso l'applicazione di tale norma solo due ipotesi di reato sono state registrate. A questo proposito, però, è opportuno ricordare che nel 1953 l'abrogazione dell'articolo 188³³ del Securities Act, che poneva a capo dei dirigenti l'obbligo di denunciare all'autorità amministrativa le proprie partecipazioni, aveva privato di fatto il mercato nipponico di qualsiasi strumento di monitoraggio in relazione alle transazioni effettuate dagli insider.

³³ Anche questo articolo era modellato su una preesistente norma americana ed, in particolare, sulla Section 16(a) del SEA(1934). A differenza di quest'ultima, però, l'articolo in esame non prevedeva la pubblicazione delle denunce relative alle partecipazioni detenute. In questo modo, in caso di inerzia della società, gli azionisti non erano in condizione di esercitare, ai sensi dell'art.189, l'azione di recupero dei profitti conseguiti dagli insider. Negli Stati Uniti, al contrario, le comunicazioni ricevute dalla Sec sono pubblicate nell'*Official Summary of Securities Transactions and Holdings*.

Oltre agli articoli appena descritti, possiamo anche rilevare la presenza di una serie di norme comportamentali dotate di sanzione amministrativa varate dal Ministro delle Finanze in forza dell'art.50, paragrafo 5 del SEA. In particolare, la *Ministerial Ordinance Concerning Rules of Sound Management of Securities Companies* sancisce la sospensione e, nei casi più gravi, la radiazione per gli operatori professionali riconosciuti dal Ministero stesso colpevoli dell'abuso di informazioni privilegiate ricevute grazie al loro rapporto con la clientela. A causa dell'assenza di uno specifico organo di controllo sui mercati, dotato di effettivi poteri di intervento al pari della Sec, anche queste ultime norme si rivelano solo astratti e teorici strumenti nella lotta all'insider trading tanto che un autorevole commentatore giapponese³⁴ ha definito il mercato del proprio paese il "paradiso degli insider".

In questo clima di sostanziale impunità del reato in esame, nel 1987 l'attenzione dell'opinione pubblica si focalizza sul caso della *Tateho Chemical Insutries*, compagnia salvata da un pool di banche detentrici della maggior parte delle azioni. In particolare, una di queste ultime, la *Hanshin Song Bank*, vendette 227.000 azioni Tateho il giorno precedente l'annuncio delle perdite subite dalla compagnia stessa sul *Gouvernement Bond Future Market*.

A causa delle critiche sollevate in tale occasione e a causa delle ambizioni giapponesi di aprire i propri mercati agli investimenti internazionali, il Ministero delle Finanze istituisce un apposito comitato preposto alla formulazione di una riforma in materia. La nuova legge emanata nel 1988 si propone vari obiettivi: la definizione rigorosa del reato di insider trading, la descrizione puntuale delle condotte da reprimere e il potenziamento degli strumenti di controllo per una più efficace disciplina. La sua entrata in vigore si verifica in tre diverse *tranches* : la prima, che sancisce a capo delle società quotate l'obbligo di fornire rapporti relativi alle loro attività su richiesta del Ministero delle Finanze, entra in vigore il 23 Agosto 1988; la seconda, che introduce nuovamente per gli insider l'obbligo di comunicare le variazioni delle partecipazioni azionarie detenute nella società in cui operano, entra in vigore il 10 Ottobre 1988;

³⁴ Il professore Takeuchi, ordinario, al tempo, della facoltà di legge nell'Università di Tokio.

la terza, infine, che elenca le sanzioni penali previste per ogni violazione³⁵, entra in vigore il 1°Aprile 1989.

Nell'ambito della nuova regolamentazione, le norme caratterizzate dalla maggiore incisività sono gli artt.190-2, 190-3 e 154.

Il primo articolo individua, in primo luogo, le categorie sia degli insider sia dei quasi-insider. Il primo gruppo comprende gli azionisti in possesso di più del 10% del capitale sociale, gli amministratori, i sindaci, i dirigenti ed i dipendenti della società. Il secondo incorpora, invece, i funzionari pubblici e coloro che sono legati da un temporaneo rapporto con la società emittente come gli avvocati, i consulenti finanziari, i banchieri, i giornalisti (*Temporary Insiders*). Inoltre, ai sensi dello stesso art.190-2, i soggetti appena elencati, che mantengono la qualifica di insider anche dopo la cessazione della propria carica per tutto l'anno successivo, non possono compiere operazioni di vendita o di acquisto (o di permuta) su azioni, obbligazioni, warrants, opzioni quotate su uno degli otto Stock Exchange giapponesi. Nonostante l'imposizione di questi divieti, è opportuno sottolineare nell'ambito dell'articolo in esame importanti mancanze: l'esclusione dei comportamenti di apprensione fortuita delle informazioni rilevanti e, più in generale, di appropriazione non autorizzata delle medesime; la mancata repressione penale della condotta di chi fornisce l'informazione (*Tipping*) e l'esclusione dai soggetti attivi dei cosiddetti *sub-tippee* ossia di coloro che ottengono informazioni dai secondary insider.

In secondo luogo, nel tentativo di garantire una fattispecie dettagliatamente descrittiva ma allo stesso tempo molto elastica, l'art.190-2 definisce le informazioni *price-sensitive* ripartendole in tre diverse categorie.

La prima comprende le decisioni relative a:

- a) l'emissione di nuove azioni o di obbligazioni convertibili;
- b) la riduzione del capitale sociale;
- c) la distribuzione di dividendi;
- d) le fusioni e le cessioni di azienda;
- e) la liquidazione.

³⁵ Nel caso in cui un soggetto fornisca dati falsi o informazioni ingannevoli, la sanzione prevista è il pagamento di una somma che può arrivare fino ad un massimo di 300.000 yen.

Il secondo gruppo considera decisioni come:

- a) il verificarsi di danni a causa di un disastro naturale o di un'operazione commerciale condotta;
- b) una variazione della compagine azionaria;
- c) tutti gli eventi che potrebbero determinare il *delisting* delle azioni societarie.

L'ultima categoria incorpora le notizie relative ai risultati commerciali della società conseguiti o attesi (ricavi, utili).

La triplice ripartizione ora indicata non rappresenta l'unico strumento offerto dal legislatore giapponese agli operatori di borsa al fine di distinguere le condotte lecite da quelle illecite. Quest'ultimo, infatti, grazie al punto 4 del paragrafo 2 dell'art.190-2, considera *material* anche quelle informazioni relative alla gestione, agli affari e al patrimonio della società capaci, una volta rese pubbliche, di influenzare sensibilmente le decisioni di investimento del pubblico. Inoltre, a differenza della disciplina italiana, quella giapponese esclude dalla definizione di informazioni riservate tutte quelle concernenti eventi o situazioni di natura politica, economica e sociale e, quindi, non relative a singoli emittenti o singoli strumenti finanziari, anche se capaci di influenzare il processo di formazione dei prezzi di mercato. Per quel che riguarda il concetto di informazione riservata, è necessario precisare anche che nell'ambito della normativa nipponica si verifica la cosiddetta *public disclosure* dopo il passaggio di 12 ore dalla comunicazione trasmessa dal presidente del consiglio di amministrazione o da qualsiasi altro soggetto autorizzato ad almeno due mezzi di informazione. Quest'ultimi sono rappresentati dai quotidiani nazionali, tanto economici quanto generalistici, dalle agenzie di stampa e da alcuni media televisivi come la *Japan Broadcasting Corporation* (NHK).

Per quel che riguarda, invece, gli altri due articoli citati della riforma del 1988, l'art.190-3 disciplina le ipotesi di acquisto di una società quotata e pone a capo degli insider primari dell'offerente il divieto di effettuare operazioni di acquisto e di vendita³⁶ su strumenti finanziari della società

³⁶ Si considera l'operazione di acquisto nel caso in cui l'informazione sia relativa alla decisione positiva di formulare un'offerta pubblica di acquisto, e l'operazione di vendita nel caso in cui l'informazione sia relativa alla decisione di ritirare la medesima offerta.

bersaglio, mentre l'art.154 rafforza il potere di controllo del Ministero delle Finanze sulle borse valori. In particolare, sono attribuiti allo stesso il potere di richiedere a qualsiasi persona, fisica e giuridica, che operi sui mercati di borsa l'invio di documenti relativi alle operazioni compiute e di informazioni concernenti la sua stessa situazione finanziaria, il potere di ordinare ad una borsa valori la trasmissione di resoconti scritti relativi a singole transazioni ed il potere di effettuare ispezioni. Grazie a questi significativi poteri, il Ministero delle Finanze, in collaborazione con gli organi delle borse valori, è chiamato ad esercitare un controllo quotidiano sulle operazioni compiute, rilevando quelle sospette. In quest'ultimo caso, l'organo in esame deve inviare i risultati dell'istruttoria aperta all'Autorità Giudiziaria, che potrà avvalersi della sua assistenza tecnica anche nelle successive fasi del processo. Da parte sua, l'Autorità Giudiziaria può ricorrere ai mezzi tradizionalmente utilizzati per la repressione dell'insider trading: può investigare, sequestrare strumenti di prova, arrestare secondo il Codice giapponese di Procedura Penale e condannare il soggetto riconosciuto colpevole della violazione degli artt.190-2 e 190-3 alla reclusione sino a sei mesi e al pagamento di una multa sino a cinquecentomila yen.

In definitiva, grazie ai nuovi strumenti normativi adottati, la nuova disciplina giapponese sembra in grado di competere con le altre borse mondiali sotto il profilo dell'esistenza di regole eque idonee ad attrarre gli investimenti stranieri. Purtroppo, la realtà è ben diversa: anche il numero dei casi d'insider trading registrati dopo il 1988 è esiguo. In effetti, un'attenta analisi della realtà rivela che l'organo preposto alle indagini sugli illeciti di borsa, il Dipartimento del Ministero delle Finanze, non è ancora dotato di un adeguato staff da destinare alla sorveglianza del fenomeno dell'insider trading; che il livello di collaborazione tra questo stesso organo e le procure giapponesi appare ancora molto limitato; che non esiste una Commissione di sorveglianza dei mercati di borsa analoga alla Sec americana; ed, infine, che gli stessi politici giapponesi sono i primi soggetti ad essere coinvolti in operazioni speculative, spesso compiute sul mercato *Over-the-Counter*.

Capitolo Cinque

ALCUNE VERIFICHE EMPIRICHE

5.1. La letteratura americana in materia di Insider Trading

Sin dall'inizio le ricerche condotte sul mercato americano in materia di abuso di informazioni privilegiate si sono sviluppate seguendo due indirizzi principali: uno relativo agli effetti determinati in termini di valutazione aziendale ed uno concernente le implicazioni in termini di efficienza dei mercati.

Il primo approccio, inaugurato da *Manne*, definisce l'insider trading come una semplice ed efficace soluzione ai problemi generati dalla separazione tra proprietà e controllo nella grande impresa. In particolare, nella sua opera del 1966 "*Insider Trading and the Stock Market*" *Manne* sostiene che la condotta in esame possa produrre due effetti positivi: da un lato, si genera una maggiore coincidenza di interessi tra i manager e gli azionisti che dovrebbe assicurare una maggiore efficienza nella gestione ed una migliore allocazione delle risorse; dall'altro, l'effettuazione di speculazioni sui titoli quotati da parte di insider dovrebbe far muovere i prezzi di tali titoli più rapidamente verso un livello che considera anche le informazioni cui essi hanno accesso esclusivo, migliorando in tal modo la funzione segnaletica dei prezzi di mercato e, di conseguenza, ancora una volta, l'allocazione delle risorse. In generale, i sostenitori della tesi di *Manne* affermano che la variazione dei prezzi conseguente all'attività innovativa dell'insider determina la creazione di nuovo valore il cui profitto non è realizzato a spese di alcuno. In altre parole, essi non solo sottolineano l'assenza di danni, ma indicano anche la presenza di un vantaggio per gli azionisti in seguito all'ammissibilità dello sfruttamento di informazioni privilegiate: il profitto conseguito dall'insider rappresenta il prezzo che la collettività degli affari paga per l'aiuto fornito da quest'ultimo per il raggiungimento dell'efficienza del mercato. La liceità dell'insider trading permette ai manager, già legati stabilmente

all'impresa, anche di difendersi dalla perdita di valore dei titoli dell'emittente in loro possesso, alienandoli più tempestivamente di qualsiasi investitore e rimediando, in questo modo, all'impossibilità di tutelarsi dalla perdita di valore stessa attraverso la diversificazione di portafoglio, tipica degli investitori razionali presenti in un mercato efficiente.

La teoria enunciata da Manne trova conferma in alcuni interventi successivi.

Ad esempio, il modello teorico sviluppato da *Dye* nel 1984 dimostra che un aumento della ricchezza degli azionisti può essere determinato dall'ammissibilità dello sfruttamento di informazioni privilegiate che si pone come un meccanismo capace di migliorare i contratti di pagamento. In particolare, verificate determinate condizioni, in tale elaborazione sia l'utilità dei manager sia quella degli azionisti aumentano grazie al potere discrezionale concesso ai manager relativamente ai loro schemi di remunerazione. Analogamente, *Bebchuck* e *Fershtman* (1993) indicano che nell'ambito di un modello principale-agente, date alcune ipotesi, l'insider trading può incrementare il livello di impegno dei manager e, quindi, il valore delle società, oggetto di analisi. In un lavoro successivo del 1994 gli stessi autori suggeriscono che la liceità della condotta in esame può indurre gli insider a scegliere progetti di investimento più rischiosi dal momento che una maggiore volatilità rende più profittevole l'attività di trading effettuata sulla base di informazioni riservate. Infine, nel 1997 *Noe* afferma che i profitti conseguibili grazie all'internal dealing rappresentano una sorta di remunerazione implicita concessa ai manager dagli azionisti per indurli a svolgere attivamente la loro attività imprenditoriale e che, quindi, la pratica analizzata, riducendo le retribuzioni previste per i dirigenti, incrementa il valore delle società stesse.

Nonostante la tesi di Manne sia convalidata dall'elaborazione dei modelli appena descritti, essa è soggetta a numerose critiche. In primo luogo, è stato osservato che l'internal dealing, nell'accezione indicata da Manne, non sarebbe teso a remunerare un'efficiente amministrazione della società, ma il mero possesso di informazioni riservate, favorevoli o meno

alle prospettive della società, con la conseguenza di incentivare i manager a manipolare la diffusione delle informazioni sull'impresa in modo tale da produrre la massima reazione nella quotazione dei titoli. In secondo luogo, è stato rilevato che le argomentazioni utilizzate per giustificare l'attività dell'insider si muovono in una logica contraria al principio comunemente accettato del *market egalitarianism* che invita a perseguire un'indiscriminata eguaglianza di conoscenze e di opportunità tra tutti i risparmiatori.

A questo punto l'analisi proposta si completa attraverso l'esposizione delle teorie degli autori che ritengono l'insider trading un fenomeno capace di ridurre il valore di un'impresa e delle corrispondenti verifiche empiriche. In generale, tale fenomeno può manifestare la sua influenza negativa nei confronti non solo della società, ma anche del mercato e degli investitori.

Relativamente al mercato, alcuni autori sostengono che l'internal dealing può ostacolare anziché accelerare, come sostiene Manne, la diffusione dell'informazione poiché l'insider è incentivato a ritardare la *disclosure* proprio per sfruttare al meglio la situazione di asimmetria informativa che lo rende privilegiato. Nonostante suggeriscano che le informazioni non devono subire ritardi lesivi per l'efficiente funzionamento del mercato, essi non accettano implicitamente i principi del *market egalitarianism* e dell'*equal access*. Il concetto di efficienza da loro richiamato non è finalizzato né all'uguaglianza di tutti gli investitori sul mercato né alla realizzazione di condizioni per cui tutti possono effettuare un'autonoma e consapevole scelta di investimento; è volto, invece, a rappresentare l'esigenza del funzionamento corretto dei cosiddetti *mechanisms of market efficiency*, cui devono contribuire tutti gli operatori, siano essi professionali o non professionali. Gli ulteriori effetti negativi derivanti dall'insider trading sul mercato sottolineati dagli oppositori della Scuola di Chicago consistono tanto nell'insidiarne l'affidabilità, quanto nel metterne in crisi la capacità di attirare risparmiatori. In particolare, la presenza dell'internal dealing, implica una perdita di fiducia nella correttezza ed integrità del mercato, la quale, a sua volta, disincentiva l'investimento azionario, riduce la sua liquidità, comporta l'incremento

dei costi di transazione e l'insorgere di disincentivi all'attività di ricerca. A quest'ultimo proposito, nel 1989 *Manove* ha verificato che nell'ambito di un mercato in cui l'insider trading è pratica diffusa i potenziali investitori decidono di affrontare il problema della selezione avversa relativo al calcolo dei rendimenti attesi fissando livelli di investimento inferiori rispetto a quelli che stabilirebbero in condizioni di informazione simmetrica.

Inoltre, autori come *Glosten e Milgrom* (1985), *Kyle* (1985), *Admati e Pfleiderer* (1988, 1989), *Laffont e Maskin* (1990) verificano che in seguito all'abuso di informazioni privilegiate da parte degli insider gli altri operatori decidono di abbandonare il mercato rendendolo meno liquido e, quindi, meno efficiente dal punto di vista informativo. I modelli elaborati dagli studiosi appena citati pervengono anche alle seguenti conclusioni:

gli insider tendono a non rivelare le loro operazioni in modo da sfruttare il più a lungo possibile le condizioni di prezzo a loro favorevoli (*Laffont e Maskin*, 1990);

nell'ambito di un mercato di tipo dealer il *bid-ask spread* aumenta all'aumentare della precisione delle informazioni riservate possedute dagli insider (*Glosten*, 1989).

In secondo luogo, per quel che riguarda i danni causati dall'insider trading agli investitori è stata elaborata una teoria denominata *Teoria del danno degli investitori*, basata sul riconoscimento dell'esistenza di asimmetrie informative tra i diversi operatori presenti sul mercato e sulla conseguente necessità di una pubblica regolamentazione in materia. La condotta illecita considerata danneggia principalmente i singoli investitori che, rappresentando la controparte delle operazioni compiute dall'insider, acquistano o vendono i titoli a prezzi che non riflettono il loro valore intrinseco. In un'ottica più ampia, si può affermare che i soggetti danneggiati non sono solo le controparti dell'insider, ma tutti coloro che hanno compiuto operazioni di segno opposto e contemporanee a quelle da lui effettuate. Relativamente a tale ambito, la ricerca pubblicata da *Douglas* nel 1989 mostra che in presenza di notizie sia positive sia negative l'internal dealing determina trasferimenti di ricchezza dagli

azionisti agli insider in quanto i secondi risultano capaci di appropriarsi di una parte dei rendimenti prodotti dagli investimenti dei primi.

In terzo luogo, per quel che riguarda i danni propriamente causati dall'insider trading alla società possiamo ricordare il modello elaborato nel 1990 da Bebchuck e Ferstman in cui la pratica analizzata incentiva i manager a prendere decisioni al fine di massimizzare i loro profitti personali e non il valore dell'impresa.

Nell'ambito specifico delle società possiamo indicare anche un gruppo di ricerche che si è proposto di approfondire la relazione che intercorre tra la struttura proprietaria scelta dall'impresa e l'insider trading. Diversi autori (Demsetz, 1986; Shleifer e Vishny, 1986; Bhidé, 1993) sostengono che i grandi azionisti, essendo potenzialmente incentivati a controllare l'agire dei manager, riducono le problematiche alla base del conflitto di interessi tra azionisti e manager e determinano un aumento del valore della società. In particolare, Demsetz e Bhidé, recuperando la tesi di Manne, affermano che grazie a un più facile accesso a informazioni riservate garantito da una struttura proprietaria concentrata gli azionisti conseguono profitti sufficienti a compensare i costi dovuti all'esercizio dell'attività di monitoring e, soprattutto, quelli legati alla mancata diversificazione di portafoglio. Infine, il modello formulato nel 2000 da Maug studia l'influenza esercitata dal tipo di regolamentazione adottata in materia di insider trading sulla decisione dei principali azionisti di monitorare i manager o di colludere con loro a danno dei cosiddetti *outsider*. In tale elaborazione, infatti, per evitare l'attività di monitoring da parte dei grandi azionisti i manager decidono di corrompere gli stessi con la promessa di condividere le informazioni riservate in loro possesso. Se l'insider trading è considerato una pratica legale, gli azionisti rilevanti preferiranno utilizzare informazioni privilegiate per effettuare transazioni che si riveleranno, poi, profittevoli nel caso in cui i titoli della società considerata siano molto liquidi. Al contrario, se l'internal dealing è considerato una condotta illecita, gli stessi soggetti preferiranno esercitare nei confronti dei manager l'attività di controllo cui sono preposti.

Dopo aver descritto le ricerche che hanno esaminato il fenomeno dell'insider trading dal punto di vista della valutazione aziendale,

consideriamo ora quelle che l'hanno analizzato dal punto di vista dell'efficienza dei mercati. La base di qualsiasi indagine di questo tipo è la cosiddetta *Efficient Capital Market Hypothesis*, formulata da *Fama* nel 1970: se, ad esempio, nell'ambito di un mercato finanziario alcuni investitori sono in grado di ottenere rendimenti anomali grazie all'utilizzo di informazioni privilegiate è violata l'ipotesi di efficienza in senso forte. Sin dalla sua originaria formulazione tale teoria è stata oggetto di numerosi studi che, però, hanno prodotto risultati empirici contraddittori. Sempre per quel che riguarda il mercato americano, mentre *Kerr* (1980), *Holderness e Sheehan* (1985), *Lin e Howe* (1990) sostengono l'ipotesi di efficienza forte, *Jaffe* (1974), *Seyhun* (1986), *Madura e Wiant* (1995) calcolano extra-rendimenti a favore degli insider. Le divergenze che caratterizzano questi risultati non sempre sono facilmente spiegabili anche se possiamo pensare che siano determinate dalle differenze riscontrabili nelle metodologie usate, nell'orizzonte temporale scelto e nelle caratteristiche del mercato analizzato.

In generale, le ricerche empiriche in materia di insider trading di questa seconda categoria considerata possono essere suddivise in cinque principali gruppi: studi relativi sia a transazioni lecite sia a transazioni illecite compiute dall'insider in corrispondenza di un particolare evento come un take-over (*Eysell e Arshadi*, 1993), come la sostituzione dell'amministratore delegato (*Niehaus e Roth*, 1999), come l'emissione di nuove azioni (*Gombola e altri*, 1999), come la diffusione di previsioni relative all'andamento della società (*Penman*, 1985), come l'annuncio dello stacco di un dividendo (*John e Lang*, 1991); ricerche che indagano la capacità delle informazioni di influenzare la formazione dei prezzi (*Meulbroek*, 1992; *Veronesi*, 2000); studi relativi al contenuto informativo degli scambi effettuati dagli insider (*Rozeff e Zaman*, 1988); discussioni sulle caratteristiche di un'ideale regolamentazione in materia di insider trading (*Haddock e Macey*, 1987) ed, infine, ricerche sul ruolo giocato dal volume degli scambi in relazione all'autocorrelazione dei prezzi.

In realtà, la maggior parte degli autori ha focalizzato la propria attenzione sul primo gruppo di ricerche suddiviso, a sua volta, in due diversi

indirizzi. Il primo approccio analizza l'insieme delle transazioni compiute dagli insider; il secondo considera l'insieme delle transazioni illegali registrate dall'Organo di Vigilanza operante nel paese oggetto di studio. Nell'ambito del primo approccio, *Rogoff* (1964) e *Glass* (1996) mostrano che gli insider all'interno della loro società sono in grado di individuare sia le situazioni profittevoli sia quelle non profittevoli.

Tra i primi studi empirici condotti sul mercato americano possiamo citare anche quello di *Lorie e Niederhoffer* (1968) che analizzano gli scambi compiuti dai soggetti con obbligo di registrazione a norma del *Securities Exchange Act* del 1934 (SEA) relativamente ad un campione di 105 società registrate al New York Stock Exchange per un periodo di dieci anni partendo dal 1950. La fonte di questo studio sono i dati pubblicati dalla Sec sull'*Official Summary of Stock Transactions*, documento ufficiale in cui sono registrate le transazioni in titoli dei funzionari, dei manager e di coloro che possiedono almeno il 10% del capitale di una società. I risultati di questa ricerca mostrano che:

- a) le transazioni dei soggetti appena indicati anticipano i movimenti dei prezzi di mercato. In particolare, i titoli comprati (venduti) da questi insider tendono generalmente ad avere un rendimento migliore (peggiore) di quello del mercato durante i sei mesi successivi alla transazione;
- b) la probabilità che un acquisto sia seguito da un acquisto è molto più alta (circa tre volte) della probabilità che un acquisto sia seguito da una vendita e viceversa. Quest'ultimo risultato è apparso molto interessante in quanto suggerisce che l'attività di scambio compiuta sulla base di informazione privata origina un processo continuo di aggiustamento del prezzo nella stessa direzione.

I risultati di quest'ultima ricerca trovano conferma negli studi di *Pratt e De Vere* (1970), *Jaffe* (1974), *Finnerty* (1976) e *Seyhun* (1986). In particolare, il secondo autore, utilizzando la stessa fonte di dati della ricerca del 1968, analizza gli scambi realizzati sulla base di informazione privata in riferimento a campioni presi durante gli anni '50 e '60. Un primo campione è formato dai 200 più importanti titoli tra quelli inclusi nei nastri del *Chicago Research in Security Prices*, sul quale sono

mensilmente riportate le transazioni degli azionisti sui titoli delle relative società. Un secondo campione è relativo ai titoli che hanno registrato le transazioni di maggiore entità; infine, un terzo campione, denominato “campione degli scambi intensivi”, è costituito dai titoli che sono stati maggiormente scambiati. Jaffe esamina l'esistenza di rendimenti anomali per mezzo del modello empirico della curva di mercato (**Empirical Market Line**) il cui termine di disturbo o errore misura gli andamenti anomali dei portafogli relativamente ai periodi considerati (un mese, due mesi, otto mesi) ed ai diversi campioni. Tutti i campioni analizzati sono caratterizzati da una notevole presenza di transazioni operate sulla base di informazione privata anche se, dedotti i costi di transazione, solo l'ultimo campione rivela la presenza di rendimenti anomali significativi. Quest'ultimi negli anni '60 sono pari a circa il 5% nel corso degli otto mesi successivi alle rispettive negoziazioni e pari a circa il 3% durante gli ultimi sei mesi; anche relativamente agli anni '50 si ottengono risultati simili. In definitiva, tale ricerca rivela che le transazioni effettuate dai manager, dai funzionari e dai principali azionisti generano profitti che possono o derivare dallo sfruttamento di informazioni privilegiate o remunerare i costi connessi all'uso di raffinate tecniche di analisi e di elaborazione dei dati. Per quel che riguarda gli insider appare realistico presumere che questi sfruttino più la loro conoscenza di fatti e notizie riservate che personali sistemi di analisi di mercato, come, invece, si può desumere relativamente agli analisti finanziari.

Le conclusioni di Jaffe sono convalidate dallo studio condotto nel 1976 da Finnerty, anche se esistono alcune differenze tra le due ricerche. Relativamente al suo campione costituito da 30.000 singole operazioni condotte da insider nel periodo compreso tra il 1969 e il 1972 l'autore calcola i rendimenti “medi” e verifica che quest'ultimi aggiustati per il grado di rischio sono in grado di “battere” il mercato sia nel caso in cui l'insider venda sia nel caso in cui acquisti.

Seyhun, da parte sua, ha esaminato l'impatto prodotto dalla dimensione delle 769 società del campione da lui ottenuto e dal livello di liquidità del mercato sulla profittabilità di circa 60.000 transazioni effettuate da insider nel periodo compreso tra il 1975 e il 1981. In primo luogo, l'autore ha

verificato la capacità delle persone rilevanti di anticipare i movimenti dei corsi azionari e, per questo, di ottenere rendimenti anomali pari al 2,3% nei cento giorni successivi all'operazione effettuata. In secondo luogo, lo stesso ha mostrato che la perdita attesa degli agenti di mercato privi di informazioni privilegiate è negativamente correlata con la dimensione della società i cui titoli sono oggetto di transazione al pari del bid-ask spread fissato dai market maker che è negativamente correlato con la dimensione del mercato in cui gli stessi agiscono. In questo specifico contesto la conoscenza delle transazioni effettuate dagli insider da parte dei cosiddetti outsider non permette ai secondi di ottenere extra-profitti. In una ricerca successiva, pubblicata nel 1992, lo stesso autore rivela che l'incremento del rigore repressivo registrato negli anni '90 non ha migliorato la situazione appena descritta ossia non è stato capace di porsi come fattore deterrente all'abuso di informazioni riservate da parte degli insider.

Al contrario, dopo aver analizzato il momento e la frequenza delle transazioni compiute dagli insider, *Elliot, More e Richardson* (1984), *Givoly e Palmon* (1985) affermano che gli insider non agiscono sulla base di informazioni privilegiate. In particolare, la ricerca del 1985 sottolinea l'assenza di qualsiasi correlazione tra insider trading ed annuncio di nuovi eventi. Nonostante nel mese successivo a quello in cui avviene la transazione siano presenti forti movimenti dei prezzi nella stessa direzione nella quale gli insider hanno operato, tali movimenti si realizzano indipendentemente dalla pubblicazione di fatti nuovi. Di conseguenza, gli autori hanno concluso che la maggior parte degli investitori, confidando sulla migliore conoscenza dei fatti aziendali da parte degli insider, tendono ad imitarne l'attività considerandola un segnale sul valore fondamentale del titolo.

A questo proposito, possiamo citare anche alcuni studi che hanno sottolineato più dettagliatamente l'assenza di qualsiasi correlazione tra insider trading e annuncio di specifici eventi: *Gupta e Misra* (1988) in relazione all'annuncio di scalate, *Loderer e Sheenan* (1989) in presenza di un annuncio di fallimento, *Karpoff e Lee* (1991) in occasione di nuove

emissioni, *Sivakumar e Waymire* (1994) in relazione alla pubblicazione delle semestrali.

Per quel che riguarda il secondo indirizzo, esso focalizza l'attenzione sulle condotte illegali registrate e condannate dall'Organo di Vigilanza operante nei vari paesi e attribuisce al possesso di informazioni privilegiate la capacità di garantire extra-profitti.

Dal momento che dimostrano che gli insider ottengono extra-profitti grazie allo sfruttamento di informazioni non pubbliche, *Meulbroek* (1992), *Cornell e Sirri* (1992), *Chakravarty e McConnell* (1997, 1999) reclamano la necessità di una regolamentazione in materia di abuso di informazioni privilegiate.

In particolare, la prima ricerca utilizza i file registrati in materia di insider trading dalla Sec nel periodo compreso tra il 1980 e il 1989 ed esamina l'andamento dei corsi azionari relativi ai corrispondenti 183 casi. L'autrice sottolinea che il CAR medio di tali transazioni è pari al 6,85% in relazione a ciascun episodio, pari al 47,6% del rendimento anomalo che si registra nel giorno in cui l'informazione riservata diventa pubblica e che il volume delle stesse costituisce la maggior parte dell'extra volume registrato in quei giorni.

Cornell e Sirri (1992), *Chakravarty e McConnell* (1999) analizzano il fenomeno in esame in corrispondenza di due specifiche scalate. L'oggetto della prima ricerca sono le transazioni compiute dal direttore Anheuser-Busch e da suoi complici durante l'acquisizione della società **Campbell-Taggart** nel 1982: nell'arco di tempo di ventitre giorni 38 insider hanno comprato 265.500 azioni, ossia il 29% del volume totale registrato. L'oggetto della seconda ricerca sono le operazioni di acquisto di 1.731.200 azioni **Caranation** eseguite da Ivan Boesky prima dell'acquisizione nel 1984 da parte della Nestlé. In tale contesto, però, gli autori sostengono che, nonostante esista un effetto sui prezzi determinato dalla diffusione di notizie, non è possibile distinguere l'effetto prodotto dagli scambi messi in atto dagli insider e quello, invece, generato dalle operazioni decise da agenti privi di informazioni privilegiate.

5.2. La letteratura oltre i confini americani

Sfortunatamente, al di là dei confini americani, la ricerca sull'abuso di informazioni privilegiate ha caratterizzato un piccolo numero di mercati finanziari.

Nell'ambito, ad esempio, del mercato inglese il primo studio, risalente al 1988, è stato realizzato da *King e Roell* sulla base di un campione di operazioni realizzate da funzionari ed amministratori di società riportate nella sezione *Share Stakes* del *Financial Times* per un periodo di venti mesi a partire dal primo Gennaio 1986. Gli autori si propongono di verificare l'ipotesi di efficienza semi-forte attraverso l'analisi dell'andamento del rendimento di un portafoglio teoricamente detenuto da un investitore che sia o funzionario o amministratore o che detenga almeno il 10% di una classe di titoli di una data società. King e Roell, analogamente ad alcuni autori americani, verificano che gli investitori prima indicati sono in grado di "battere" il mercato nel periodo successivo (un mese, tre mesi, un anno) alle loro transazioni, anche se i rendimenti anomali associati agli acquisti risultano grandi e significativi a differenza di quelli associati alle vendite.

Alla conclusione opposta pervengono *Pope, Morris e Peel* (1990), la cui ricerca relativa agli anni 1977-1984 individua rendimenti anomali statisticamente significativi per le variazioni di segno negativo e nessuna significatività per le variazioni di segno positivo.

Relativamente sempre al mercato inglese possiamo citare il lavoro di *Gregory, Matatko, Tonks e Purkis* (1994) che, usando dati giornalieri, calcolano rendimenti anomali pari al 9% e al 14% rispettivamente nell'anno successivo e nei due anni successivi ad un acquisto, pari al 4,5% e al 6,5% rispettivamente nell'anno successivo e nei due anni successivi ad una vendita. La ricerca di Gregory, Matatko e Tonks del 1997 rivela, invece, l'assenza di rendimenti anomali durante il mese successivo alle transazioni rese note dai direttori delle società quotate in conformità alle regole dettate dal *London Stock Exchange Yellow Book*. L'ultima ricerca compiuta dagli stessi autori risale al 1999 ed indica che le strategie adottate dagli insider coincidono con i tempi del mercato: i soggetti considerati tendono, infatti, a comprare azioni subito dopo

un'accentuata diminuzione dei prezzi e a vendere dopo un forte rialzo degli stessi.

Per quel che riguarda altri mercati finanziari, i risultati ottenuti sono ancora una volta contraddittori.

Mentre *Eckbo* e *Smith* (1998) sottolineano l'assenza sul mercato norvegese di operazioni profittevoli da parte degli insider, *Baesel* e *Stein* (1979), *Fowler* e *Rorke* (1984) dimostrano nell'ambito del mercato canadese l'esistenza di agenti capaci di ottenere rendimenti anomali significativi, analogamente a *Biesta*, *Doeswijk* e *Donker* (2003) nell'ambito del mercato olandese. Relativamente al mercato messicano *Bhattacharya* (2000) mostra l'incapacità della diffusione di notizie relative a società quotate di produrre effetti sui rendimenti, sui volumi e sulla volatilità, circostanza determinata dall'intensa attività di scambi messa in atto dagli insider, capace di anticipare la diffusione sul mercato del valore dell'informazione privilegiata. Nell'ambito del mercato spagnolo, inoltre, *Del Brio*, *Miguel* e *Perote* (2002) concludono che, al contrario degli insider capaci di effettuare operazioni profittevoli, gli outsider che ne imitano le strategie non sono in grado di ottenere rendimenti anomali significativi.

Al fine di concludere questa breve descrizione delle ricerche empiriche condotte in passato in materia di insider trading, citiamo anche le uniche due ricerche condotte sul mercato italiano. Nell'ambito del primo studio, peraltro relativo agli anni precedenti l'entrata in vigore della prima normativa italiana anti-insider trading, Legge n°157/91, gli autori, *Baccolini*, *Ferretti* e *Lusignani*, verificano la presenza di rendimenti anomali in un campione di diciotto titoli nei giorni che precedono la divulgazione di una notizia rilevante quale l'acquisizione di altre imprese, il ritorno all'utile dopo anni di perdite e il mutamento degli assetti proprietari. Nell'ambito del secondo studio, invece, *Bagliano* (2003) mostra che l'attività di insider trading non modifica l'autocorrelazione delle serie storiche dei volumi e dei rendimenti.

Capitolo Sei

LA METODOLOGIA DI RICERCA

6.1. La raccolta dei dati e la selezione del campione

Nell'ambito di questa ricerca la fonte principale dei dati è rappresentata dagli avvisi raccolti in materia di *Internal Dealing* da Borsa Italiana durante il primo anno di applicazione del *Regolamento dei Mercati Organizzati e Gestiti da Borsa Italiana S.p.A.*, entrato in vigore il 1° Gennaio 2003. Come già indicato nel secondo capitolo, l'art.2.6.4 di questo regolamento stabilisce a capo delle società quotate l'obbligo "*di rendere periodicamente note al mercato, secondo le modalità e la tempistica stabilite dalle Istruzioni, le operazioni a qualsiasi titolo compiute dalle persone rilevanti, comunicate alla società in osservanza del codice di comportamento*". Per quel che riguarda l'anno 2003 l'attuazione di questo articolo ha determinato la raccolta di 680 avvisi, ciascuno identificabile grazie ad un numero progressivo, e di 5136 singole operazioni.

Nella maggior parte dei casi attraverso un formato standard, ogni comunicazione fornisce un'ampia gamma di informazioni relative alle transazioni oggetto dell'art.2.6.4. In primo luogo, ogni documento rivela la data di pubblicazione dell'avviso, la società oggetto, la società emittente ed il mercato di riferimento. All'interno di questo documento sono indicati il periodo in cui l'operazione è stata eseguita (dovrebbe essere specificato il trimestre dell'anno), il tipo di comunicazione effettuata (periodica o immediata a seconda del controvalore dichiarato), il soggetto che ha operato e la carica ricoperta dallo stesso all'interno della società oggetto dell'avviso. Per quel che riguarda le caratteristiche proprie della transazione sono specificati la data effettiva, il tipo di operazione (acquisto, vendita o sottoscrizione), la categoria dello strumento finanziario utilizzato (azioni ordinarie, azioni privilegiate, azioni di risparmio, obbligazioni convertibili), il codice ISIN, il numero

di azioni trattate, il corrispondente prezzo di mercato, il controvalore complessivo e la fonte di mercato³⁷.

Dopo aver organizzato questi numerosi dati in un semplice foglio Excel, depuriamo il campione iniziale da tutte quelle osservazioni che a causa di particolari caratteristiche potrebbero, a nostro avviso, inficiare i risultati della nostra analisi (n°1178). Più dettagliatamente non consideriamo le operazioni relative ad aumenti di capitale (n°42) e quelle legate a programmi di buy-back (n°128), le operazioni concernenti sia offerte pubbliche di acquisto (n°44) sia offerte pubbliche di sottoscrizione (n°1) in quanto appartenenti ad un particolare progetto della società e, quindi, potenzialmente realizzate per motivi prettamente economici e non speculativi³⁸.

In seguito, secondo i criteri suggeriti dalle più importanti ricerche internazionali, eliminiamo 236 osservazioni poiché compiute su strumenti finanziari come covered warrant (n°2), derivati (n°1), diritti (n°30), diritti di obbligazioni convertibili (n°1), diritti di opzione (n°31), obbligazioni convertibili (n°6), opzioni (n°20), stock option (n°142) e warrant (n°3).

Successivamente, non esaminiamo 171 transazioni in quanto il loro effetto complessivo risulta neutro: operazioni di eguale ammontare ma di segno opposto compiute nello stesso giorno o stock option il cui esercizio è seguito da contestuale rivendita sul mercato.

Eliminiamo, poi, 182 operazioni la cui fonte di mercato non è specificata dal momento che desideriamo analizzare solo le transazioni realizzate su mercati regolamentati. Relativamente ancora al mercato di riferimento, non consideriamo per molteplici motivi 82 operazioni caratterizzate dalle seguenti diciture: “Fuori Mercato” (n°68), “Mercato dei Blocchi” (n°13) e “Vendita ai Blocchi” (n°1).

In primo luogo, non esaminiamo queste particolari transazioni poiché la denominazione “Fuori Mercato” comprende sia le operazioni effettuate sul Mercato dei Blocchi, a cui si riferiscono le altre due diciture, sia

³⁷ Relativamente a quest'ultimo aspetto, l'operazione può essere definita: transazione sul mercato, transazione fuori mercato, conversione di obbligazioni convertibili, esercizio di warrant, esercizio di strumenti derivati o esercizio di covered warrant.

³⁸ Il nostro campione non considera anche le seguenti 24 operazioni denominate rispettivamente: Assegnazioni Soci (n°3), Cessione Intermediari (n°1), Compenso (n°1), Impegno d'Acquisto (n°1), Impegno Sottoscritto (n°1), Intestate Fiduciaria (n°3), Permuta (n°2) e Sottoscrizione (n°12).

quelle concluse privatamente, grazie alla collaborazione di un notaio, a un prezzo liberamente contrattato tra le parti e noi non siamo in grado di distinguere le operazioni appartenenti alle due diverse sottocategorie. In secondo luogo, dal momento che il mercato dei blocchi è considerato un completamento funzionale del mercato ordinario, le transazioni che, per le loro dimensioni, possono essere negoziate adeguatamente solo nel primo non partecipano alla formazione dell'indice di Borsa e i prezzi a cui queste sono concluse sono pubblicati sul listino ufficiale in una sezione speciale distaccata. In terzo luogo, anche se il blocco può essere un'importante fonte informativa sia per l'investitore istituzionale sia per il mercato a causa dell'implicita divulgazione di notizie sull'emittente, i più importanti studi sul mercato italiano³⁹ hanno esaminato i blocchi esclusivamente in un'ottica di *corporate governance* e non di efficienza o di microstruttura, a differenza dei molti studi condotti sul mercato americano.

Dopo aver risolto i problemi relativi alla fonte di mercato, focalizziamo l'attenzione sulle operazioni che risultano mancanti di alcuni dati importanti come la data effettiva della transazione, il prezzo di mercato ed il controvalore complessivo. In mancanza di uno dei primi due dati (rispettivamente n°(39+3)) o di entrambi (n°7), siamo obbligati ad eliminare l'osservazione. In mancanza, invece, dell'ammontare complessivo della transazione utilizziamo come valore corrispondente quello ottenuto moltiplicando il numero di azioni trattate per il loro prezzo di mercato⁴⁰.

Infine, non consideriamo altre 219⁴¹ osservazioni in quanto presenti in avvisi caratterizzati dalla presenza di operazioni appartenenti ad almeno una delle categorie appena descritte.

³⁹ Macchiati e Siciliano (1999), Nicodamo e Sembenelli (2000).

⁴⁰ Tale scelta è opportuna in quanto *in media* l'errore che si registra tra il valore indicato nell'avviso e quello ottenuto attraverso la moltiplicazione del numero di azioni trattate per il loro prezzo di mercato risulta essere inferiore al 5%.

⁴¹ Eliminiamo 5 operazioni poiché legate ad un aumento di capitale, 2 poiché legate ad un'OPA, 46 poiché legate ad un programma di buy-back, 1 poiché legata ad una cessione, 69 poiché legate ad un'operazione "Fuori Mercato", 21 poiché legate ad un'operazione "Mercato dei Blocchi", 3 poiché legate ad un'operazione avente ad oggetto obbligazioni convertibili, 3 poiché legate ad un'operazione avente ad oggetto opzioni, 61 poiché legate ad un'operazione avente ad oggetto stock option, 6 poiché legate ad un'operazione avente ad oggetto diritti e 2 poiché legate ad un'operazione la cui fonte di mercato non è specificata.

Il campione finale è costituito da 3958 singole operazioni.

Dopo aver ottenuto questo primo insieme di operazioni pure, siamo chiamati a decidere la tipologia o meglio la frequenza dei dati da utilizzare: possiamo considerare ogni transazione descritta in ciascun avviso oppure un'unica operazione complessiva, sintesi di ciascun avviso. Entrambe le possibilità presentano sia vantaggi sia svantaggi. Da una parte la prima soluzione garantisce una numerosità campionaria molto elevata; dall'altra, nell'ambito di un'eventuale analisi di regressione non permette di impiegare variabili importanti come il tipo di comunicazione (immediata o periodica) e il controvalore complessivo relativo ad ogni avviso, che indica il volume totale delle operazioni poste in essere. Inoltre, tale contesto potrebbe essere caratterizzato dalla presenza di seri problemi di *overlapping*: il periodo stimato di un particolare evento potrebbe essere influenzato sia da un altro evento (*overlapping per evento*) sia dal periodo stimato di un precedente evento (*overlapping per il periodo di stima*)⁴².

Se da un lato, la seconda soluzione continua a garantire una numerosità campionaria apprezzabile per uno studio italiano e risulta influenzata da problemi di overlapping solo in minima parte, dall'altro essa pone il problema dell'analisi delle cosiddette operazioni miste ossia di quegli avvisi che descrivono sia acquisti sia vendite compiuti dallo stesso dichiarante, ed il problema della perdita della data effettiva di ogni transazione. Nonostante gli svantaggi appena indicati, optiamo per la seconda soluzione e decidiamo di non considerare le operazioni miste (n°70). Per quel che riguarda, poi, la perdita della specifica data di ogni transazione, la soluzione scelta è duplice a seconda che si tratti di comunicazioni immediate o periodiche. Nell'ambito delle prime focalizziamo l'attenzione sulla data di pubblicazione della comunicazione, che è unica per tutte le operazioni registrate nello stesso avviso, per studiare l'effetto annuncio e sulla data effettiva della prima transazione realizzata per calcolare l'entità delle performance di mercato di lungo periodo. Nell'ambito delle comunicazioni periodiche, invece, ci soffermiamo solo sulla data effettiva della prima transazione realizzata

⁴² Nella maggior parte dei casi, le transazioni descritte nello stesso avviso sono effettuate un giorno dopo l'altro.

per misurare l'effetto sul lungo periodo in quanto lo studio della reazione all'annuncio sarebbe privo di senso a causa dell'ampio intervallo di tempo che può intercorrere tra la data effettiva delle operazioni oggetto di una comunicazione periodica e la data di pubblicazione dell'avviso da parte di Borsa Italiana.

A causa della tipologia di dati scelta, il campione d'analisi è, in definitiva, costituito da 394 transazioni ed, in particolare, da 210 acquisti e 184 vendite. In corrispondenza di ciascun titolo oggetto di tali operazioni abbiamo ottenuto direttamente da Borsa Italiana la serie storica dei prezzi ufficiali⁴³ per l'arco temporale compreso tra il 1° Gennaio 2002 e il 30 Ottobre 2004. A questo proposito, sottolineiamo che la scelta dei prezzi ufficiali rispetto a quelli di chiusura, solitamente utilizzati in ambito accademico, è compiuta su consiglio della stessa Società di Gestione dei Mercati, persuasa che la prima grandezza, essendo una media ponderata, rifletti maggiormente i prezzi registrati nell'arco della giornata e non sia influenzata dalle distorsioni causate eventualmente dalle ultime negoziazioni.

6.2. *La metodologia*

Dopo aver descritto la formazione del campione d'analisi e prima di specificare in dettaglio la metodologia adottata, indichiamo i principali obiettivi che intendiamo perseguire attraverso la stesura di questo elaborato. Da una parte, desideriamo esaminare il potenziale contenuto informativo riconosciuto dal mercato alle transazioni compiute dagli insider; dall'altra ci proponiamo di verificare gli eventuali miglioramenti che il *Regolamento dei Mercati Organizzati e Gestiti da Borsa Italiana S.p.A.* ha apportato in termini di efficienza in senso forte del mercato.

Per che riguarda la prima area di indagine, precisiamo che, in generale, i motivi che inducono gli insider ad operare sono numerosi: questi particolari soggetti possono modificare le loro partecipazioni azionarie nel tentativo di diversificare il loro portafoglio al fine di ridurre il rischio

⁴³ Abbiamo considerato i prezzi ufficiali aggiustati per le operazioni di aumento di capitale sulla base dei fattori di rettifica di Borsa Italiana.

(*Esigenze di Diversificazione*); gli stessi possono disimpegnare alcuni investimenti per ottenere il denaro necessario ad assolvere improvvisi obblighi di pagamento (*Esigenze di Liquidità*); possono, inoltre, decidere di acquistare titoli per esigenze di controllo societario (*Esigenze di Controllo*) o in corrispondenza di un evento specifico della società come il tentativo di un take-over, la realizzazione di un piano di buy-back o la conversione di azioni di risparmio. Infine, possono comprare e/o vendere azioni sulla base di una diversa stima del valore fondamentale dei titoli (*Ipotesi di Asimmetria Informativa*) o per approfittare di informazioni privilegiate in loro possesso (*Ipotesi di Informazioni Privilegiate*). Nell'ambito di questa ricerca, desideriamo focalizzare l'attenzione esclusivamente sulle ultime due ipotesi, ossia sulle situazioni di vantaggio di cui gli insider possono godere grazie a processi temporanei di *mispricing* da parte del mercato o grazie al possesso di informazioni *price-sensitive* non ancora rivelate, e, più specificatamente, desideriamo appurare se il mercato attribuisca a queste particolari transazioni uno specifico effetto segnaletico.

Per quel che riguarda la seconda area di indagine, ricordiamo che, nonostante la giurisprudenza italiana in materia di insider trading sia relativamente scarsa, ricerche empiriche precedentemente compiute sul nostro mercato⁴⁴ hanno dimostrato la presenza di rendimenti anomali positivi a favore degli insider che, violando l'ipotesi di efficienza, sembrano operare sulla base di una migliore conoscenza dei titoli azionari. In questo elaborato, vogliamo capire se il nuovo regolamento di Borsa Italiana sia uno strumento migliore rispetto ai precedenti in termini di efficacia legislativa e, in particolare, se sia stato capace di modificare i comportamenti degli insider.

Per attuare il programma di ricerca appena descritto, la metodologia statistica scelta è quella maggiormente utilizzata in letteratura ossia l'*event study*. Tale approccio si basa sul calcolo e sull'analisi dei rendimenti anomali che si registrano in corrispondenza del giorno del particolare evento scelto (t_0) con l'obiettivo di rifiutare, dato un predefinito livello di errore, l'ipotesi nulla di assenza di reazione del

⁴⁴ Baccolini R., Ferretti R. e Lusignani G. (1991); Bajo E. e Petracchi B. (2004).

mercato (rendimenti anomali nulli). Nell'ambito della nostra indagine il cosiddetto t_0 coincide con la data di pubblicazione dell'avviso di Internal Dealing sul sito di Borsa Italiana o con la data effettiva della transazione. In primo luogo, calcoliamo⁴⁵ i rendimenti anomali sulla base del *Market Adjusted Model* che determina quest'ultimi correggendo il rendimento del titolo considerato, registrato in un determinato giorno, per quello relativo all'indice di mercato dello stesso giorno:

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - R_{m,t}$$

dove $AR_{i,t}$ è il rendimento anomalo del titolo i -esimo nel giorno t , $R_{i,t}$ il rendimento del titolo i -esimo al giorno t e $R_{m,t}$ il rendimento del mercato sempre al giorno t .

Dal momento che l'uso di modelli differenti è proposto dalla letteratura empirica come metodo per garantire risultati più robusti, scegliamo di utilizzare il *Market and Risk Adjusted Model* come metodologia alternativa per il calcolo dei rendimenti anomali.

Quest'ultimo modello permette di considerare il rischio sistematico del singolo titolo nell'ambito della determinazione del rendimento teorico. Il rendimento anomalo è determinato come:

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - [\alpha_i + \beta_i * R_{m,t}]$$

dove $AR_{i,t}$ è il rendimento anomalo del titolo i -esimo al giorno t , $R_{i,t}$ il rendimento del titolo i -esimo al giorno t e $R_{m,t}$ è il rendimento del mercato sempre al giorno t . Infine, α_i è l'intercetta del titolo i -esimo ottenuta regredendo i rendimenti di quest'ultimo rispetto a tre diversi rendimenti del mercato: quello relativo al medesimo giorno t in cui si registra il rendimento del titolo, quello ritardato di un giorno ($t-1$) e quello ritardato di due giorni ($t-2$). D'altra parte, β_i è la somma degli

⁴⁵ Per calcolare i rendimenti anomali e per eseguire su questi ultimi le successive analisi abbiamo utilizzato come strumento di calcolo il programma *Matlab 6.1*.

stimatori dei coefficienti beta ottenuti attraverso la stessa regressione, che, più in dettaglio, è basata su un modello OLS (*Ordinary Least Square*) ed è relativa alle 52 settimane precedenti al periodo di osservazione (dalla settimana -53 alla settimana-1). Utilizziamo questo particolare Market Model, suggerito per la prima volta da *Dimson*⁴⁶ nel 1979, per ovviare ai gravi problemi econometrici determinati dall'uso di serie storiche di prezzi giornalieri. In particolare, la contemporanea presenza di titoli scarsamente apprezzati sul mercato e di titoli oggetto di continue operazioni produce per entrambi i coefficienti α e β stimatori OLS distorti e non consistenti; la grandezza e la direzione di tali errori dipendono dalla frequenza o meno con cui gli investitori operano sui titoli stessi. Quelli frequentemente trattati e quelli scarsamente trattati sono caratterizzati da stimatori OLS asintoticamente distorti verso l'alto per l'intercetta (α) e verso il basso per il coefficiente angolare (β), mentre i titoli mediamente trattati soffrono della situazione contraria.

⁴⁶ Dimson E. (1979), "Risk Measurement when Shares are Subject to Infrequent Trading", *Journal of Financial Economics*.

Capitolo Sette

I PRINCIPALI RISULTATI

7.1. Alcune statistiche descrittive

Prima di esporre i principali risultati degli studi compiuti, focalizziamo l'attenzione su semplici analisi descrittive condotte per comprendere meglio le caratteristiche del nostro campione. Considerando inizialmente anche le operazioni miste, quest'ultimo risulta costituito da 464 operazioni, compiute da 202 insider su 104 società quotate (vedere Tabella n°7.1.).

Al fine di studiare l'importanza esercitata dalla qualifica che caratterizza gli insider, distinguiamo le operazioni appartenenti al campione iniziale sulla base del segno della transazione effettuata (210 operazioni di acquisto e 184 di vendita) e nell'ambito di questi due sottocampioni individuamo tutte le operazioni compiute dai soggetti aventi la stessa qualifica e per ciascuna categoria specificata calcoliamo il relativo importo medio⁴⁷ (vedere Tabella n°7.2.). Relativamente al primo sottocampione, i soggetti più attivi sono coloro che siedono nel consiglio di amministrazione (n°73 operazioni), l'amministratore delegato (n°62) e il presidente⁴⁸ (n°41). A ulteriore conferma, rileviamo che in media le operazioni di maggiore importo sono realizzate sempre dal presidente, dagli amministratori e dal vice presidente. Coerentemente con le nostre attese, i risultati appena descritti indicano una maggiore attività di trading da parte di coloro che, ricoprendo posizioni di potere, hanno un maggior

⁴⁷ Nell'ambito del sottocampione delle comunicazioni immediate l'importo medio delle operazioni compiute da determinate categorie di insider può essere inferiore a 250.000 euro, l'ammontare legislativo stabilito per il sorgere dell'obbligo di comunicazione. I motivi possono essere duplici: in primo luogo, alcuni controvalori complessivi riportati in alcuni avvisi sono diversi da quelli da noi registrati in quanto abbiamo distinto i controvalori relativi a strumenti diversi anche se presenti nello stesso avviso. Inoltre, alcune società come Merloni Elettrodomestici, Ras, Tim e Rcs Mediagroup hanno specificato soglie critiche per le comunicazioni immediate inferiori rispetto a quelle sancite dal nuovo regolamento.

⁴⁸ Nell'ambito della nostra analisi, il termine "presidente" identifica sia il presidente della società sia il presidente del consiglio di amministrazione.

accesso alle informazioni relative alla vita societaria al contrario di quelli che sono lontani dai vertici decisionali come i membri del collegio sindacale. Anche nell'ambito del sottocampione negativo, i soggetti più attivi sono coloro che siedono nel consiglio di amministrazione (n°57), l'amministratore delegato (n°22), seguiti questa volta dagli amministratori delle società controllate (n°20). In tale contesto, in media le operazioni di maggiore importo sono compiute dal vice presidente, dall'amministratore delegato e dal presidente.

Suddividiamo, poi, i due sottocampioni sulla base del tipo di comunicazione inviata a Borsa Italiana (immediata o periodica). Nell'ambito del sottocampione delle comunicazioni immediate, sia le operazioni di aumento della quota azionaria sia quelle di riduzione sono compiute nella maggior parte dei casi dall'amministratore delegato, dai consiglieri e dal presidente⁴⁹. Per quel che riguarda l'importo medio sia degli acquisti sia delle vendite i risultati ottenuti nella precedente analisi sono esattamente confermati. Il sottocampione positivo delle comunicazioni periodiche vede, ancora una volta, tra i soggetti più attivi i consiglieri (n°37), il presidente (n°12) e l'amministratore delegato (n°6) analogamente a quello negativo che vede ancora i consiglieri (n°22), gli amministratori di controllate (n°6) e l'amministratore delegato (n°5). Infine, colui che è contemporaneamente presidente e amministratore delegato, i consiglieri e l'amministratore delegato realizzano in media gli acquisti più rilevanti mentre l'amministratore delegato, colui che è sia presidente sia amministratore delegato e il direttore finanziario effettuano le vendite più consistenti (vedere Tabella n°7.3.).

Per quel che riguarda, invece, l'orizzonte temporale, le operazioni si concentrano nei mesi successivi alla fine di ogni trimestre Luglio (2° Trimestre, n°80 osservazioni) e Aprile (1° Semestre, n°66). In secondo luogo, i soggetti tendono ad operare soprattutto nella seconda metà dell'anno e, in modo particolare, nei mesi di Luglio, Ottobre (n°78), Settembre (n°59), Dicembre (n°49) mentre sembrano scarsamente attivi

⁴⁹ Relativamente al numero di transazioni effettuate nell'ambito del sottocampione positivo i soggetti più importanti sono l'amministratore delegato (n°55 operazioni), i consiglieri (n°31) e il presidente (n°28), mentre nel sottocampione negativo sono i consiglieri (n°33), l'amministratore delegato (n°17) e il presidente (n°15).

nei primi mesi dell'anno (Gennaio n°12, Febbraio n°10, Marzo n°15). Dal momento che la nostra analisi si propone di studiare proprio il primo anno di applicazione del *Regolamento dei Mercati Organizzati e Gestiti da Borsa Italiana S.p.A.*, i comportamenti appena segnalati possono anche non essere rappresentativi di atteggiamenti sistematici da parte degli insider, ma motivati dalla loro esigenza di posticipare l'attività di trading al fine di comprendere meglio il nuovo quadro legislativo definito.

Relativamente al fattore tempo, importanti risultati sono prodotti anche dall'analisi basata sui diversi tipi di data contenuti negli avvisi di Borsa (vedere Tabella n°7.4.). La prima pagina di ogni comunicato riporta la sua data di pubblicazione ossia il giorno in cui Borsa Italiana, dopo aver ricevuto dall'emittente notizia dell'avvenuta transazione, elabora il corrispondente avviso di borsa e lo inserisce nel NIS (*Network Information System*) a cui possono accedere Borsa Italiana, la Consob, tutte le società quotate e dieci agenzie di stampa. All'interno di ogni avviso, in corrispondenza di ogni operazione è, invece, specificata la data effettiva di esecuzione. Nell'ambito del campione delle comunicazioni immediate (n°247), che in base alla nuova normativa devono essere rese inviate senza indugio, l'intervallo di tempo che intercorre tra la data effettiva dell'ultima transazione registrata in un avviso e la diffusione dello stesso al mercato è in media pari a 5 giorni (mediana=3 giorni). Questo risultato sembra attestare il rispetto da parte degli insider degli obblighi di comunicazione imposti da Borsa Italiana che concede all'emittente tre giorni di borsa aperta dalla data dell'ultima transazione per la divulgazione delle notizie al mercato. Il dato sorprende in quanto, a nostro avviso, il nuovo impianto normativo non può essere caratterizzato da elevati standard di efficienza dal momento che non è stata ancora designata specificatamente l'autorità preposta alla verifica della concreta applicazione del regolamento in esame. Gli avvisi selezionati sono stati, infatti, consultati per la prima volta proprio nell'ambito di questa ricerca. Per quel che riguarda il campione delle comunicazioni periodiche (n°135), che in base alla nuova normativa devono essere inviate entro il decimo giorno di borsa aperta successivo alla chiusura del trimestre

solare di riferimento, l'intervallo di tempo precedentemente descritto è pari in media a 40 giorni (mediana=29 giorni). In altre parole, le operazioni di importi minori sono effettuate circa un mese prima rispetto alla scadenza del trimestre e, quindi, durante questo lasso temporale il mercato ignora la loro esecuzione.

Relativamente agli ultimi due sottocampioni (Immedie e Periodiche), analizziamo anche l'intervallo di tempo che intercorre tra la data della prima operazione registrata in ogni avviso e la data dell'ultima operazione. Nel primo caso il valore medio è pari a 8 giorni (mediana=2 giorni), mentre nel secondo caso il valore è superiore secondo le nostre aspettative e pari a 14 giorni (mediana=2 giorni). Questo dato testimonia la tendenza dei soggetti in esame a non concentrare la loro attività di trading in pochi giorni ma a spalmarla su un periodo relativamente lungo, probabilmente nel tentativo di non attirare l'attenzione dell'Autorità di Vigilanza, che potrebbe essere insospettata dal passaggio di consistenti volumi sul mercato.

7.2. L'analisi dei rendimenti anomali cumulati (Car)

Dopo aver terminato la descrizione dei dati delle statistiche descrittive, proponiamo ora l'analisi dei rendimenti anomali cumulati che si sviluppa in duplice direzione: un'analisi di breve periodo basata su dati giornalieri e relativa ai giorni intorno alla pubblicazione di ogni avviso sul sito web di Borsa Italiana e un'analisi di medio-lungo periodo basata su dati settimanali e estesa fino ai sei mesi successivi alla data effettiva delle transazioni selezionate. Il primo tipo di analisi si propone di verificare il contenuto informativo delle variazioni della partecipazione azionaria attuate dagli insider e il tipo di segnale inviato al mercato. Il secondo tipo di analisi vuole, invece, sottoporre a verifica empirica l'ipotesi di efficienza del mercato italiano e, per questo, studia le performance dei titoli in un periodo successivo e sufficientemente lungo. Dal momento che gli insider sono consapevoli che operazioni compiute in prossimità di eventi particolari possono destare i sospetti dell'Autorità di Vigilanza, il periodo post-transazione considerato opportuno ai fini di tale analisi

coincide con i sei mesi successivi alla data effettiva della transazione (t_0). Questo paragrafo è organizzato nel modo seguente: nella prima parte sono presentati i risultati dell'analisi di breve periodo relativi ad una finestra temporale di 21 giorni intorno all'evento (t_0). Nella seconda parte sono, invece, esposti i principali risultati riguardanti i rendimenti anomali nei sei mesi successivi alla variazione delle partecipazioni.

7.2.1. L'analisi della reazione del mercato

Questo prima analisi intende verificare il contenuto informativo di variazioni della partecipazione azionaria da parte degli insider e il tipo di segnale inviato al mercato. In un contesto di asimmetria informativa, nel caso in cui queste operazioni fossero principalmente guidate dalla volontà di ridurre le partecipazioni quando ritenute sopravvalutate o incrementarle nella situazione opposta, sarebbe razionale osservare una reazione del mercato all'annuncio dell'operazione. Il campione selezionato per questo tipo di analisi è rappresentato unicamente dalle comunicazioni immediate⁵⁰ aventi ad oggetto una sola ed unica operazione al loro interno. Il numero totale delle operazioni considerate è pari a 69: 29 acquisti e 40 vendite. Purtroppo, l'analisi ora proposta non mostra alcuna chiara forma di reazione del mercato in corrispondenza della data di pubblicazione di ciascun avviso sul sito web di Borsa Italiana (t_0). In altre parole, il mercato non sembra attribuire alcuna importanza alle transazioni effettuate dalle persone rilevanti. Osservando la tabella n°7.5., si nota, in particolare, che nell'ambito sia del sottocampione delle variazioni positive sia di quello delle variazioni negative il $Car(-1,0)$, il $Car(-1,1)$ e il $Car(0,1)$ non sono caratterizzati da alcun livello di significatività statistica, analogamente al rendimento anomalo registrato nel giorno t_0 . L'analisi, però, di una finestra più ampia permette di trarre alcune conclusioni. Secondo le nostre attese, il sottocampione positivo è caratterizzato da una reazione del mercato positiva nei 10 giorni

⁵⁰ L'analisi della reazione di mercato in corrispondenza della pubblicazione dell'avviso da parte di Borsa Italiana non sarebbe molto interessante relativamente alle comunicazioni periodiche a causa dell'intervallo di tempo che può intercorrere tra l'effettiva data di transazione e la data di pubblicazione dell'avviso da parte della società di gestione dei mercati.

successivi alla data di pubblicazione dell'avviso pari a 0.36% e da un andamento negativo del mercato nel periodo pre-evento (i 10 giorni che precedono la data dell'evento) pari a -0.64%, anche se entrambi non sono statisticamente significativi. Il sottocampione negativo mostra una reazione negativa nel periodo post-evento pari a -1.01% e, soprattutto, un andamento positivo del mercato nel periodo pre-evento pari a 4.11% e statisticamente significativo all'1%. Quest'ultimo andamento potrebbe essere motivato dalla volontà dell'insider di diminuire la propria quota (per una parte che non possa minacciare l'eventuale perdita del controllo) a seguito di aumenti di prezzo dei titoli, anche se la finestra di osservazione appare piuttosto modesta per poter formulare una chiara conclusione in merito.

7.2.2. L'analisi delle performance di mercato successive alle transazioni realizzate dagli insider

A differenza di quella appena descritta, la seconda analisi che intendiamo condurre considera tutti gli avvisi, aventi ad oggetto entrambi i tipi di comunicazione, immediata e periodica, che dichiarano una sola operazione o una serie di operazioni contrassegnate dallo stesso segno⁵¹. In secondo luogo, l'evento indicato con t_0 non coincide più con la data dell'annuncio della transazione al mercato ma con la sua data effettiva in quanto a questo punto dell'indagine si pone l'esigenza di studiare le performance del mercato successive al secondo tipo di data.

Nonostante i risultati della prima analisi condotta non siano particolarmente brillanti, continuiamo ad ipotizzare che se gli insider, grazie alla carica ricoperta all'interno delle società, sono in grado di conoscere meglio le determinanti principali dei prezzi azionari decideranno di incrementare le loro partecipazioni nel caso in cui i titoli siano sottovalutati e di diminuirle nel caso in cui si verifichi la situazione

⁵¹ A causa dell'impossibilità di identificare con chiarezza la strategia adottata dagli insider non sono stati considerati 70 avvisi aventi ad oggetto operazioni definite "miste" ossia transazioni caratterizzate da segni diversi: una serie di acquisti seguiti da una serie di vendite e viceversa. A sostegno di tale scelta, sottolineiamo che, ad esempio, Matteo Corradi, consigliere di Mondo Tv, una società quotata sul Nuovo Mercato, sembra divertirsi a comunicare qualsiasi transazione da lui effettuata, anche quelle aventi ad oggetto una sola azione.

opposta. In altre parole, pensiamo che in un'ottica di lungo periodo le azioni tenderanno a convergere verso il loro reale valore e, in particolare, che transazioni di segno positivo ad opera di insider saranno seguite da un aumento dei prezzi, mentre transazioni di segno contrario saranno seguite da una riduzione dei prezzi.

Il campione iniziale è stato suddiviso nuovamente in quattro sottocampioni sulla base del segno dell'operazione realizzata e sulla base del tipo di comunicazione inviata.

Per quel che riguarda le comunicazioni immediate i risultati sia del sottocampione positivo sia di quello negativo possono essere definiti poco soddisfacenti (vedere Tabella n°7.7.). In particolare, nell'ambito delle variazioni positive il Car relativo ai tre mesi precedenti l'effettiva data della transazione è positivo, pari a 4.09% e statisticamente significativo, al contrario dei Car a un mese, a tre mesi e a sei mesi, che sono negativi anche se, fortunatamente, statisticamente non significativi. Nell'ambito del sottocampione delle variazioni negative, le nostre ipotesi trovano una migliore conferma. I Car relativi al mese e ai tre mesi precedenti il giorno dell'evento sono positivi, pari rispettivamente a 7.26% e 8.58% e statisticamente significativi. In altre parole, possiamo affermare che gli insider agiscono contrariamente alle aspettative diffuse sul mercato ossia decidono di vendere quando, sulla base del migliore set informativo a loro disposizione, considerano i titoli in loro possesso sopravvalutati. La validità della strategia adottata dai soggetti in esame è testimoniata dai valori del Car a uno, tre e sei mesi, che sono negativi, anche se statisticamente non significativi.

Per quel che riguarda le comunicazioni periodiche (vedere Tabella n°7.9.), nell'ambito del sottocampione positivo gli insider rivelano un'apprezzabile capacità di identificare i titoli sottovalutati e adottano strategie di acquisto profittevoli: i Car a un mese, tre mesi e sei mesi sono positivi, pari rispettivamente a 2.73%, 4.54% e 5.78% e statisticamente significativi. Relativamente al sottocampione negativo, il Car relativo al mese precedente l'effettiva data della transazione è positivo, analogamente a quello relativo ai tre mesi precedenti, è pari a 6.07% e statisticamente significativo all'1%. I Car relativi ai tre mesi e ai sei mesi

successivi la data dell'evento rappresentano un'ulteriore conferma della superiore conoscenza del reale valore dei titoli azionari posseduta dalle persone rilevanti; tali grandezze sono negative, pari rispettivamente a -4.39% e a -7.71%, anche se solo la seconda risulta statisticamente significativa al 10%.

Per completare la descrizione dei primi risultati ottenuti attraverso la metodologia dell'Event Study, sottolineiamo il ruolo di primaria importanza giocato dal tipo di comunicazione inviata. Sin da una prima lettura superficiale, le operazioni comunicate periodicamente appaiono più profittevoli rispetto a quelle che devono essere dichiarate senza indugio nell'ambito di entrambi i sottocampioni (positivo e negativo). Questo dato appare interessante in quanto può indicare la tendenza da parte degli insider di operare per importi minori al fine di ottenere extra-rendimenti: la comunicazione periodica permette, infatti, di ritardare l'annuncio delle transazioni effettuate fino alla fine del trimestre di riferimento.

Infine, precisiamo che i risultati appena descritti sono stati ottenuti attraverso una metodologia Event Study basata su un *Market Adjusted Model* per il calcolo dei rendimenti anomali e sull'uso di uno specifico *benchmark*, il Mib30. Al fine di rendere i nostri risultati più robusti ossia non influenzabili dalla metodologia e/o dal tipo di benchmark scelti, coerentemente con le più importanti ricerche empiriche pubblicate a livello internazionale, conduciamo una doppia analisi di sensibilità. Il primo livello di quest'ultima si basa sull'uso di un diverso metodo per il calcolo dei rendimenti anomali ossia di un *Market and Risk Adjusted Model* corretto secondo il modello di Dimson⁵², che permette di considerare anche l'importante componente del rischio, indicata dal beta di ogni titolo⁵³ (vedere Tabelle n°7.11. e 7.13.).

Il secondo livello dello studio di sensibilità si basa, invece, sull'uso di indici di mercato diversi dal Mib30 come il Mibtel, il Comit e il Comit30 (vedere Tabella n°7.14.). Entrambi i livelli di analisi confermano i

⁵² Questo modello è stato ampiamente spiegato nel capitolo precedente, dedicato alla descrizione della metodologia scelta.

⁵³ A questo proposito, è necessario specificare che a causa della stima dei coefficienti α e β compiuta attraverso un modello di regressione lineare OLS il campione oggetto dell'ultima analisi è caratterizzato da un numero minore di osservazioni.

risultati degli studi precedenti e, quindi, permettono di definire quest'ultimi robusti.

7.3. L'analisi delle strategie di portafoglio adottate dagli insider

Per verificare la profittabilità delle transazioni attuate dalle persone rilevanti, replichiamo ora la strategia di portafoglio adottata da ciascun insider. Ipotizziamo, infatti, che l'attività di trading attuata dai piccoli investitori ad imitazione di quella realizzata dagli insider sia vantaggiosa. In primo luogo, consideriamo la serie di tutte le operazioni effettuate dallo stesso soggetto relativamente ad ogni singolo titolo indicando il numero di azioni comprate e/o vendute e il prezzo a cui tali operazioni sono state concluse. In secondo luogo, calcoliamo il controvalore⁵⁴ del portafoglio costituito in corrispondenza di ogni nuova osservazione e il controvalore del medesimo sulla base del prezzo del titolo "battuto" dopo sei (o dopo nove) mesi dalla data dell'ultima transazione effettuata. Infine, misuriamo la performance del portafoglio, rappresentata dal logaritmo naturale del rapporto tra il controvalore ottenuto in seguito all'ultima operazione posta in essere e quello calcolato dopo sei (o dopo nove) mesi da questa a cui sommiamo la grandezza di carico o scarico a seconda che l'ultima operazione sia un acquisto o una vendita. Come per le analisi precedenti, il rendimento di ciascun portafoglio è, poi, corretto per il rendimento del portafoglio di mercato, rappresentato ancora una volta dal Mib30. Sfortunatamente, i risultati ottenuti non sono esattamente conformi alle nostre aspettative. Sia nell'ambito dell'intervallo di tempo pari a sei mesi sia nell'ambito di quello pari a nove mesi, domina l'assenza di qualsiasi rendimento anomalo positivo statisticamente significativo. Nonostante questo, possiamo riconoscere i maggiori vantaggi conseguiti sull'orizzonte temporale più ampio (vedere Tabella n°7.15.) e la maggiore profittabilità⁵⁵ delle operazioni di acquisto rispetto a quelle di vendita. Questa differenza può essere giustificata dalla

⁵⁴ Tale grandezza è semplicemente ottenuta moltiplicando il numero di azioni possedute per il prezzo registrato in corrispondenza dello specifico giorno considerato.

⁵⁵ Sull'arco dei sei mesi e sull'arco dei nove mesi l'imitazione di questo tipo di transazioni permette di ottenere rendimenti anomali rispettivamente pari a 1.45% e 2.89%.

maggior capacità informativa che spesso caratterizza le variazioni positive delle partecipazioni azionarie rispetto a quelle di segno opposto. In altre parole, nella maggior parte dei casi gli insider aumentano la loro quota per motivi puramente speculativi ossia mossi dalla volontà di sfruttare o un'informazione privilegiata in loro possesso o un errore di valutazione commesso dal mercato. Al contrario, i motivi che inducono gli stessi soggetti a vendere sono molteplici: possono essere ancora di tipo speculativo, possono essere relativi all'esigenza di ridurre una partecipazione azionaria ritenuta eccessiva ai fini del controllo della società oppure ad esigenze di diversificazione del portafoglio.

A conclusione di tale analisi, relativamente sia ai sei sia ai nove mesi successivi all'attività di trading svolta dagli insider descriviamo le performance medie dei loro portafogli suddivisi sulla base della qualifica caratterizzante i soggetti per individuare chi ha in media "guadagnato" di più (vedere Tabella n°7.16.). Ancora una volta, coloro che hanno accesso facilitato ad informazioni privilegiate grazie alla funzione svolta hanno la possibilità di conseguire extra-rendimenti maggiori. Più specificatamente, il presidente che, contemporaneamente, è anche amministratore delegato, i familiari dei membri il consiglio di amministrazione e il direttore generale realizzano rendimenti anomali positivi compresi tra il 17% e il 49%, anche se, purtroppo, nessuna significatività statistica può essere rilevata.

7.4. L'analisi di regressione

Nel tentativo di trovare ulteriori conferme capaci di rendere più robusti i risultati ottenuti nell'analisi precedente, sviluppiamo un modello di regressione lineare per individuare le grandezze determinanti le performance di portafoglio.

Il modello di regressione è il seguente:

$$AR_{6m}(o AR_{9m}) = a + b_1 * dm0 + b_2 * dm1 + b_3 * dq1 + b_4 * dq2 + b_5 * dq3 + b_6 * dq4 + b_7 * dq6 + b_8 * dq7 + b_9 * dq8 + b_{10} * dq9 + b_{11} * dq10 + b_{12} * dq12 + b_{13} * dq13 + b_{14} * dq14 + b_{15} * dp01 + b_{16} * ds1 + b_{17} * LN(Con) + b_{18} * N_op + b_{19} * LN(MV) + b_{20} * MTBV + b_{21} * beta$$

La variabile dipendente è il rendimento anomalo registrato dopo sei o dopo nove mesi dall'ultima transazione effettuata, mentre le variabili indipendenti sono ventuno e sono in parte variabili dummy in parte variabili economiche. Di seguito, proponiamo una loro breve descrizione:

- dm0*: Variabile dummy. Assume valore pari a uno quando la transazione è effettuata sul mercato di Borsa. Il segno assunto è positivo in quanto i controlli esercitati su questo segmento di mercato sono minori rispetto a quelli stabiliti per il mercato ristretto.
- dm1*: Variabile dummy. Assume valore pari a uno quando la transazione è effettuata sul nuovo mercato. Il segno atteso è positivo in quanto le informazioni privilegiate relative a società caratterizzate da alti tassi di crescita permettono, eventualmente, di ottenere extra-rendimenti maggiori.
- dq1*: Variabile dummy. Assume valore pari a uno quando l'insider è presidente della società considerata o del consiglio di amministrazione di questa;
- dq2*: Variabile dummy. Assume valore pari a uno quando l'insider è amministratore delegato;
- dq3*: Variabile dummy. Assume valore pari a uno quando l'insider è contemporaneamente sia presidente sia amministratore delegato;
- dq4*: Variabile dummy. Assume valore pari a uno quando l'insider è vice-presidente;
- dq6*: Variabile dummy. Assume valore pari a uno quando l'insider è amministratore;

- dq7:* Variabile dummy. Assume valore pari a uno quando l'insider è direttore finanziario;
- dq8:* Variabile dummy. Assume valore pari a uno quando l'insider è direttore generale;
- dq9:* Variabile dummy. Assume valore pari a uno quando l'insider è dirigente;
- dq10:* Variabile dummy. Assume valore pari a uno quando l'insider è un familiare di un componente il consiglio di amministrazione;
- dq12:* Variabile dummy. Assume valore pari a uno quando l'insider è amministratore di una società controllata;
- dq13:* Variabile dummy. Assume valore pari a uno quando l'insider è amministratore di una società controllante;
- dq14:* Variabile dummy. Assume valore pari a uno in corrispondenza di circostanze generali diverse da quelle precedentemente elencate. In generale, il segno delle variabili dummy indicate con la dicitura "dq" dovrebbe dipendere dalla carica assunta dall'insider: dovrebbe essere positivo nel caso in cui la funzione svolta permetta un accesso facilitato alle fonti principali di informazioni, negativo in caso contrario;
- dpo1:* Variabile dummy. Assume valore pari a uno quando il portafoglio costituito risulta "corto" alla fine del periodo di riferimento. Il segno previsto è negativo in quanto attraverso le analisi precedenti abbiamo verificato la maggiore capacità informativa che caratterizza le operazioni di variazione positiva rispetto a quelle di segno opposto;
- ds1:* Variabile dummy. Assume valore pari a uno quando lo strumento finanziario oggetto della transazione è rappresentato da azioni di risparmio. Il segno assunto è positivo;
- LN(Con):* Logaritmo naturale del controvalore. L'argomento del logaritmo coincide con il più grande controvalore, in

senso assoluto, assunto dal portafoglio costituito in corrispondenza di ogni nuova operazione. Si presume che il segno di questa grandezza sia negativo dal momento che le analisi precedenti hanno indicato la tendenza da parte degli insider di ottenere extra-rendimenti attraverso operazioni caratterizzate da importi minori;

N_op: Numero di operazioni realizzate dallo stesso soggetto. Avendo come punto di riferimento i risultati delle analisi prima descritte, il segno atteso è positivo in quanto le persone rilevanti preferiscono compiere numerose operazioni di limitato importo piuttosto che compiere poche operazioni di rilevante importo;

LN(MV): Logaritmo naturale della capitalizzazione di mercato. Il segno del coefficiente di questa variabile è assunto essere negativo in quanto le società di minori dimensioni dovrebbero soffrire di maggiori problemi di asimmetria informativa;

MTBV: Market to Book. Questa variabile può essere considerata come una proxy della sotto/sopravvalutazione di un titolo. Il segno previsto è positivo in quanto rendimenti anomali maggiori potranno essere registrati in presenza di maggiori errori di valutazione commessi dal mercato.

beta: Beta di un portafoglio. Il segno è positivo in quanto coloro che sostengono un maggior rischio, misurato appunto dal beta del titolo considerato, ottengono un maggior rendimento.

Consultando la tabella n°7.17., si può notare che i risultati del modello di regressione avente come variabile dipendente i rendimenti anomali a sei mesi in gran parte coincidono con quelli del modello avente come variabile dipendente i rendimenti anomali a nove mesi. Per questo motivo, possiamo limitare il nostro commento solo alla prima parte della

tabella indicata. La variabile statisticamente significativa nell'ambito di tutti e tre i modelli realizzati è il Market to Book, il cui coefficiente risulta positivo secondo le nostre aspettative. In altre parole, in presenza di rilevanti errori di valutazione da parte del mercato aumenta la possibilità da parte degli insider di ottenere extra-rendimenti grazie alle transazioni concluse. In secondo luogo, relativamente al primo e al secondo modello è statisticamente significativa la variabile dummy $dpol$ che permette di distinguere i portafogli "lunghi" da quelli "corti". Tale risultato convalida ulteriormente l'analisi di portafoglio secondo cui le operazioni di variazione positiva della partecipazione azionaria rivelano una maggiore capacità informativa rispetto a quelle di variazione negativa. Nell'ambito, invece, del secondo e del terzo modello è statisticamente significativa la variabile rappresentata dal logaritmo naturale della capitalizzazione di mercato. Il suo coefficiente negativo conferma le aspettative secondo cui le imprese di piccole dimensioni, caratterizzate da una limitata attività di *monitoring*, risultano subire maggiormente processi di abuso di informazioni privilegiate o fenomeni di *mispricing*. Infine, all'interno del terzo modello ossia quello non caratterizzato da problemi di collinearità, oltre al $LN(MV)$ e al $MTBV$, anche il beta risulta statisticamente significativo e positivo secondo le nostre attese.

Sfortunatamente, variabili come il logaritmo del controvalore, il numero di operazioni e le variabili dummy relative al tipo di strumento finanziario utilizzato, al tipo di mercato e soprattutto alla qualifica del soggetto operante non manifestano alcun potere esplicativo nell'ambito dei tre modelli di regressione considerati.

Tabella 7.1.: Analisi descrittiva. La tabella è suddivisa in due sezioni: la prima indica i settori di appartenenza delle società considerate; la seconda indica come i soggetti hanno scelto di operare sul mercato italiano durante l'anno di riferimento (2003).

Settore	N°
Assicurazioni	5
Auto	1
Banche	24
Chimici	5
Costruzioni	6
Distribuzione	1
Elettronici-El.	4
Finanziarie di Partecipazioni	9
Immobiliari	3
Impianti-Macchine	3
Industriali Diversi	1
Media	5
Miner-Metall-Petrol.	2
Nuovo mercato TechStar	11
Nuovo mercato Altre	6
Pubblica Utilità	5
Servizi Diversi	1
Tessili-Abb-Acc.	7
Trasporti-Turismo	5
Numero Totale di Società	104
Numero di Strumenti Trattati	109
Numero di Insider	202

Mese	N°
Gennaio	12
Febbraio	10
Marzo	15
Aprile	66
Maggio	17
Giugno	27
Luglio	80
Agosto	20
Settembre	59
Ottobre	78
Novembre	31
Dicembre	49
TOTALE	464

Tabella 7.2.: Analisi descrittiva. Le osservazioni sono suddivise in relazione alla qualifica del soggetto operante. Per ogni tipo di qualifica specificato, è riportato il numero totale di operazioni compiute e il rispettivo valore medio. Il numero delle osservazioni è 394.

Panel A: Campione delle variazioni positive delle partecipazioni detenute dagli insider.

Qualifica	N°Osservazioni	Rank(N°)	Importo Medio	Rank (Importo)
<i>Presidente (del Cda o della società)</i>	41	3	1541890.81	1
<i>Consigliere</i>	73	1	646901.17	2
<i>vice Presidente</i>	9	4	353127.19	3
<i>Amministratore Delegato</i>	62	2	298868.55	4
<i>Presidente e Amministratore Delegato</i>	1	9	171932.91	5
<i>Amministratori di Controllanti</i>	2	8	167984.00	6
<i>Dirigente</i>	5	6	138157.48	7
<i>Amministratori di Controllate</i>	6	5	127116.62	8
<i>Familiari dei membri del Cda*</i>	1	9	106100.00	9
<i>Altro</i>	4	7	95078.74	10
<i>Direttore Generale</i>	4	7	81926.75	11
<i>Collegio Sindacale</i>	2	8	39810.00	12
<i>vice Presidente e Amministratore Delegato</i>	0	10	0	13
<i>Direttore Finanziario</i>	0	10	0	13
<i>Familiari dei dirigenti</i>	0	10	0	13
<i>Non specificato</i>	0	10	0	13
Totale Osservazioni	210			

Panel B: Campione delle variazioni negative delle partecipazioni detenute dagli insider.

Qualifica	N°Osservazioni	Rank(N°)	Importo Medio	Rank (Importo)
<i>vice Presidente</i>	5	9	1646487.28	1
<i>Amministratore Delegato</i>	22	2	1181996.47	2
<i>Presidente (del Cda o della società)</i>	18	4	762755.77	3
<i>Direttore Finanziario</i>	8	8	633251.66	4
<i>Direttore Generale</i>	12	6	544965.90	5
<i>Dirigente</i>	12	6	313137.80	6
<i>Presidente e Amministratore Delegato</i>	10	7	273646.58	7
<i>Amministratori di Controllate</i>	20	3	237829.65	8
<i>Consigliere</i>	57	1	232808.32	9
<i>Altro</i>	13	5	130460.32	10
<i>Familiari dei membri del Cda*</i>	2	10	65314.62	11
<i>Amministratori di Controllanti</i>	5	9	56725.00	12
<i>vice Presidente e Amministratore Delegato</i>	0	13	0	13
<i>Familiari dei dirigenti</i>	0	13	0	13
<i>Non specificato</i>	0	13	0	13
<i>Collegio Sindacale</i>	0	13	0	13
Totale	184			

* Si tratta dei familiari del presidente (del Cda o della Società), dell' amministratore delegato, del vice presidente o del consigliere.

Tabella 7.3.: Analisi descrittiva. Le osservazioni sono suddivise in relazione al tipo di comunicazione pervenuta a Borsa Italiana (Periodica o Immediata) e alla qualifica del soggetto operante. Per ogni tipo di qualifica specificato, è riportato il numero totale di operazioni compiute e il rispettivo valore medio. Il numero delle osservazioni è 382 in quanto nell'ambito di 12 avvisi il tipo di comunicazione non è stato specificato.

Panel A: Campione delle comunicazioni periodiche inviate dagli insider in merito a variazioni positive delle loro partecipazioni.

Qualifica	N°	Rank	Importo Medio	Rank
<i>Presidente e Amministratore Delegato</i>	1	8	171932.91	1
<i>Consigliere</i>	37	1	169885.47	2
<i>Amministratore Delegato</i>	6	3	135405.04	3
<i>Presidente (del Cda o della Società)</i>	12	2	133738.95	4
<i>Amministratori di Controllate</i>	5	4	112139.95	5
<i>vice Presidente</i>	3	6	106189.30	6
<i>Familiari dei membri del Cda*</i>	1	8	106100.00	7
<i>Altro</i>	4	5	95078.74	8
<i>Direttore Generale</i>	4	5	81926.75	9
<i>Dirigente</i>	3	6	77355.67	10
<i>Collegio Sindacale</i>	2	7	39810.00	11
<i>Amministratori di Controllanti</i>	1	8	83468.00	12
<i>vice Presidente e Amministratore Delegato</i>	0	9	0	13
<i>Direttore Finanziario</i>	0	9	0	13
<i>Familiari dei dirigenti</i>	0	9	0	13
<i>Non specificato</i>	0	9	0	13
Totale	79			

Panel B: Campione delle comunicazioni periodiche inviate dagli insider in merito a variazioni negative delle loro partecipazioni.

Qualifica	N°	Rank	Importo Medio	Rank
<i>Amministratore Delegato</i>	5	3	142007.03	1
<i>Presidente e Amministratore Delegato</i>	2	6	136287.69	2
<i>Direttore Finanziario</i>	2	6	133250.50	3
<i>Presidente (del Cda o della Società)</i>	2	6	130568.36	4
<i>Consigliere</i>	22	1	97145.66	5
<i>Amministratori di Controllanti</i>	3	5	81855.97	6
<i>Altro</i>	4	4	81512.68	7
<i>Dirigente</i>	6	2	68029.81	8
<i>Amministratori di Controllate</i>	6	2	67243.18	9
<i>Familiari dei membri del Cda*</i>	1	7	64425.00	10
<i>Direttore Generale</i>	3	5	56018.45	11
<i>vice Presidente</i>	0	8	0	12
<i>vice Presidente e Amministratore Delegato</i>	0	8	0	12
<i>Familiari dei dirigenti</i>	0	8	0	12
<i>Non specificato</i>	0	8	0	12
<i>Collegio Sindacale</i>	0	8	0	12
Totale	56			

Panel C: Campione delle comunicazioni immediate inviate dagli insider in merito a variazioni positive delle loro partecipazioni.

Qualifica	N°	Rank	Importo Medio	Rank
<i>Presidente (del Cda o della Società)</i>	28	3	2037416.27	1
<i>Consigliere</i>	31	2	1270225.73	2
<i>vice Presidente</i>	6	4	476596.14	3
<i>Amministratore Delegato</i>	55	1	321675.68	4
<i>Amministratori di Controllanti</i>	1	6	252500.00	5
<i>Dirigente</i>	2	5	229360.21	6
<i>Amministratori di Controllate</i>	1	7	202000.00	7
<i>Presidente e Amministratore Delegato</i>	0	7	0	8
<i>vice Presidente e Amministratore Delegato</i>	0	7	0	8
<i>Direttore Finanziario</i>	0	7	0	8
<i>Direttore Generale</i>	0	7	0	8
<i>Familiari dei membri del Cda*</i>	0	7	0	8
<i>Familiari dei dirigenti</i>	0	7	0	8
<i>Altro</i>	0	7	0	8
<i>Non specificato</i>	0	7	0	8
<i>Collegio Sindacale</i>	0	7	0	8
Totale	124			

Panel D: Campione delle comunicazioni immediate inviate dagli insider in merito a variazioni negative delle loro partecipazioni.

Qualifica	N°	Rank	Importo Medio	Rank
<i>vice Presidente</i>	5	8	1646487.2760	1
<i>Amministratore Delegato</i>	17	2	1547602.1060	2
<i>Presidente (del Cda o della Società)</i>	15	3	897895.5394	3
<i>Direttore Finanziario</i>	6	7	799918.7117	4
<i>Direttore Generale</i>	8	6	792556.9263	5
<i>Dirigente</i>	6	7	558245.7967	6
<i>Presidente e Amministratore Delegato</i>	8	6	382010.6075	7
<i>Amministratori di Controllate</i>	14	4	310938.1421	8
<i>Consigliere</i>	33	1	355750.3794	9
<i>Amministratori di Controllanti</i>	1	9	255765.6800	10
<i>Altro</i>	9	5	225944.6028	11
<i>Familiari dei membri del Cda*</i>	1	9	66204.2400	12
<i>vice Presidente e Amministratore Delegato</i>	0	10	0	13
<i>Familiari dei dirigenti</i>	0	10	0	13
<i>Non specificato</i>	0	10	0	13
<i>Collegio Sindacale</i>	0	10	0	13
Totale	123			

* Si tratta dei familiari del presidente (del Cda o della Società), dell' amministratore delegato, del vice presidente o del consigliere.

Tabella 7.4.: Analisi descrittiva. La tabella è suddivisa in due parti: la prima riporta i valori delle principali statistiche descrittive per l'intervallo che intercorre tra la data dell'ultima operazione registrata in un avviso e la data di diffusione al pubblico dell'avviso stesso; la seconda parte fornisce le medesime informazioni della prima per l'intervallo che intercorre tra la data della prima operazione e la data dell'ultima operazione registrate nell'ambito dello stesso avviso. Le comunicazioni immediate sono distinte da quelle periodiche. Il numero delle osservazioni è 382 in quanto nell'ambito di 12 avvisi il tipo di comunicazione non è stato specificato.

Panel A: Statistiche descrittive per l'intervallo che intercorre tra la data dell'ultima operazione registrata in un avviso e la data di diffusione al pubblico dell'avviso stesso.

	Media (giorni)	Mediana (giorni)	min (giorni)	MAX (giorni)	MAX Teorico (giorni)
Comunicazioni Immediate (n°247)	5.16	3	1	194*	3
Comunicazioni Periodiche (n°135)	40.10	29	1	184*	(90+10)

Panel B: Statistiche descrittive per l'intervallo che intercorre tra la data della prima operazione e la data dell'ultima operazione registrate nell'ambito dello stesso avviso.

	Media (giorni)	Mediana (giorni)	min (giorni)	MAX (giorni)
Comunicazioni Immediate (n°247)	8.11	2	0	99*
Comunicazioni Periodiche (n°135)	14.99	2	0	102

* Comunicazione giunta in ritardo.

Tabella 7.5.: Analisi dei CAR giornalieri basata sulla data di diffusione al pubblico dell'avviso (t0). Per l'analisi della reazione di breve periodo, oltre al rendimento anomalo del giorno (t0), sono riportati cinque diversi CAR: il CAR(-10,1) per misurare l'effetto pre-evento; il CAR (0,10) per misurare l'effetto post-evento; CAR (-1,0), CAR (-1,1) e CAR (0,1) per misurare l'effetto dei giorni immediatamente intorno all'evento. Nell'ambito di questa analisi sono state considerate esclusivamente le comunicazioni immediate aventi ad oggetto una sola operazione. I risultati sono distinti in funzione del segno di variazione della partecipazione. T rappresenta la statistica T di Student. Per il calcolo dei rendimenti anomali è stato utilizzato come indice di mercato l'indice Mib30 (aggiustato per i dividendi). I rendimenti anomali sono stati calcolati attraverso una metodologia Market Adjusted. Il numero delle osservazioni è 73.

Panel A: Campione Positivo (n°31).

	Media	T
Ar(0)	0.51%	(0.9459)
Car(-10,-1)	-0.64%	(-0.8429)
Car(0,10)	0.36%	(0.1779)
Car(-1,0)	0.40%	(0.4675)
Car(-1,1)	-0.01%	(-0.1414)
Car(0,1)	0.10%	(0.0282)

Panel B: Campione Negativo (n°42).

	Media	T
Ar(0)	0.22%	(0.3013)
Car(-10,-1)	4.11%	(4.2608) ***
Car(0,10)	-1.01%	(-1.5074)
Car(-1,0)	-0.16%	(-0.5427)
Car(-1,1)	0.27%	(0.0414)
Car(0,1)	0.65%	(0.8063)

*, **, *** indica che i coefficienti sono significativamente diversi da zero rispettivamente al 10%, 5% e all' 1%.

Tabella 7.6.: Statistiche descrittive sui rendimenti anomali. Alcune statistiche descrittive per le 40 settimane intorno alla data effettiva della transazione (dalla tredicesima settimana precedente fino ai 6 mesi successivi). Nell'ambito di questa analisi sono state considerate esclusivamente le comunicazioni immediate. T rappresenta la statistica T di Student. Per il calcolo dei rendimenti anomali è stato utilizzato come indice di mercato l'indice Mib30 (aggiustato per i dividendi). I rendimenti anomali sono stati calcolati attraverso una metodologia Market Adjusted. Il numero delle osservazioni è 219.

Panel A: Campione Positivo (n°115).

Settimana	Media	T	Mediana	min	MAX	Percentili			
						5	25	75	95
-13	0.17%	(0.3855)	-0.49%	-18.47%	17.27%	-8.44%	-2.86%	3.26%	10.96%
-12	-0.24%	(-0.6302)	-0.91%	-23.88%	12.64%	-7.72%	-3.70%	2.75%	9.38%
-11	0.23%	(0.6267)	-0.08%	-23.88%	31.47%	-6.38%	-2.58%	4.22%	11.14%
-10	0.80%	(1.4960)	0.32%	-10.13%	31.47%	-6.22%	-2.54%	3.03%	10.95%
-9	0.06%	(0.0784)	-0.13%	-10.13%	19.87%	-6.70%	-1.89%	3.25%	9.64%
-8	0.03%	(-0.0205)	-0.34%	-14.86%	12.64%	-7.72%	-3.20%	2.30%	8.35%
-7	0.90%	(1.8387)*	0.68%	-19.44%	15.00%	-6.54%	-1.42%	2.79%	7.62%
-6	0.90%	(1.6977)*	0.68%	-19.44%	17.27%	-6.70%	-2.23%	2.85%	9.75%
-5	0.73%	(1.2592)	0.30%	-11.43%	17.27%	-7.21%	-3.53%	2.36%	6.95%
-4	-0.54%	(-1.0923)	-0.14%	-19.44%	12.64%	-7.28%	-1.40%	3.60%	9.23%
-3	-0.04%	(-0.0788)	-0.07%	-23.24%	17.27%	-7.80%	-2.44%	2.68%	7.17%
-2	0.42%	(0.7710)	0.02%	-23.88%	12.98%	-9.59%	-3.65%	2.35%	6.56%
-1	0.67%	(1.4448)	0.26%	-23.88%	15.00%	-8.39%	-2.20%	2.83%	10.83%
0	-0.66%	(-1.2825)	-0.74%	-19.44%	13.67%	-10.32%	-2.93%	2.83%	8.39%
1	-0.19%	(-0.5193)	-0.18%	-12.64%	18.04%	-7.46%	-2.75%	2.14%	9.90%
2	0.44%	(1.0103)	0.40%	-19.44%	15.87%	-9.75%	-2.90%	2.19%	7.45%
3	-0.44%	(-0.9292)	-0.18%	-19.44%	17.27%	-8.80%	-3.04%	2.79%	8.05%
4	-0.16%	(-0.0273)	-0.13%	-19.44%	17.27%	-8.80%	-3.64%	1.87%	7.99%
5	0.48%	(0.7316)	-0.03%	-19.44%	17.27%	-9.09%	-3.10%	3.17%	10.03%
6	0.14%	(0.4229)	0.13%	-19.44%	17.27%	-9.30%	-3.47%	1.45%	7.10%
7	0.27%	(0.3869)	0.28%	-10.13%	17.27%	-8.43%	-2.80%	3.24%	10.84%
8	-0.39%	(-0.7876)	-0.64%	-10.85%	23.51%	-8.63%	-3.74%	1.84%	9.24%
9	0.12%	(0.1974)	-0.13%	-14.86%	31.30%	-8.43%	-3.39%	2.33%	6.95%
10	0.69%	(1.3604)	0.51%	-12.41%	23.51%	-8.69%	-3.35%	1.22%	7.93%
11	-0.38%	(-0.7931)	-0.45%	-12.16%	12.64%	-7.54%	-2.38%	2.08%	7.70%
12	-0.09%	(-0.1415)	-0.28%	-13.29%	11.73%	-6.70%	-2.52%	3.06%	8.00%
13	0.11%	(0.1292)	-0.01%	-12.64%	17.37%	-8.99%	-2.64%	3.25%	7.56%
14	-0.13%	(-0.3749)	-0.29%	-43.66%	22.91%	-7.42%	-2.75%	2.48%	7.25%
15	-0.17%	(-0.4076)	-0.44%	-13.29%	11.73%	-7.86%	-3.85%	3.06%	7.70%
16	-0.40%	(-0.7226)	-0.64%	-11.54%	22.91%	-7.78%	-2.82%	3.15%	6.30%
17	0.01%	(0.0161)	-0.17%	-14.86%	32.52%	-9.22%	-3.38%	1.26%	6.88%
18	0.20%	(0.2457)	0.16%	-20.08%	13.85%	-9.29%	-3.38%	1.06%	6.82%
19	-0.71%	(-1.6269)	-0.99%	-13.29%	32.52%	-7.88%	-2.55%	4.20%	11.58%
20	-0.32%	(-0.7663)	-0.52%	-20.08%	23.44%	-7.79%	-3.59%	3.01%	10.06%
21	-0.44%	(-0.9434)	-0.66%	-13.29%	23.44%	-8.57%	-2.87%	2.60%	10.92%
22	0.08%	(0.0240)	-0.25%	-13.29%	23.44%	-8.46%	-4.26%	3.19%	10.48%
23	-0.21%	(-0.2920)	-0.66%	-13.12%	21.36%	-7.92%	-2.95%	3.38%	10.32%
24	-0.58%	(-1.1292)	-0.64%	-12.64%	13.85%	-7.79%	-2.54%	2.45%	11.93%
25	0.11%	(0.1145)	-0.23%	-8.71%	13.85%	-7.75%	-1.66%	4.32%	10.06%
26	-0.42%	(-0.8952)	-0.54%	-13.29%	13.85%	-7.13%	-2.56%	2.95%	10.15%

Panel B: Campione Negativo (n°104).

Settimana	Media	T	Mediana	min	MAX	Percentili			
						5	25	75	95
-13	0.85%	(0.9914)	0.04%	-8.08%	26.54%	-7.01%	-2.46%	2.63%	9.07%
-12	0.56%	(1.3090)	0.86%	-8.08%	16.77%	-7.32%	-2.40%	3.23%	9.62%
-11	0.34%	(0.4196)	-0.27%	-7.51%	15.34%	-6.64%	-2.72%	2.44%	4.38%
-10	0.24%	(1.1581)	-0.17%	-20.17%	15.34%	-7.35%	-2.56%	2.18%	6.48%
-9	0.03%	(0.4908)	0.41%	-10.03%	18.80%	-7.35%	-4.18%	1.51%	5.32%
-8	1.17%	(2.0012)**	0.48%	-14.77%	18.80%	-5.35%	-1.20%	2.78%	5.62%
-7	-0.08%	(0.3435)	-0.02%	-14.77%	14.13%	-14.77%	-4.04%	1.62%	6.36%
-6	-0.21%	(-0.1459)	-0.02%	-12.43%	18.80%	-6.60%	-2.43%	0.89%	8.49%
-5	-0.19%	(0.0911)	0.12%	-10.43%	16.91%	-9.58%	-2.59%	1.86%	13.62%
-4	-0.30%	(-0.4985)	-0.77%	-14.64%	20.66%	-10.43%	-5.03%	2.46%	14.50%
-3	0.15%	(-0.1571)	-0.04%	-13.16%	20.66%	-7.87%	-3.43%	3.30%	20.66%
-2	1.01%	(2.1354)**	0.88%	-8.12%	18.04%	-5.53%	-1.93%	2.67%	15.34%
-1	3.69%	(7.2572)***	1.89%	-13.12%	16.91%	-7.81%	-2.10%	3.74%	11.37%
0	4.22%	(8.3292)***	1.46%	-14.64%	12.68%	-5.27%	-2.62%	1.87%	8.77%
1	0.34%	(0.9782)	0.72%	-9.77%	17.24%	-6.44%	-2.09%	4.81%	9.11%
2	-0.08%	(-0.9970)	-1.17%	-9.77%	17.37%	-7.48%	-2.90%	4.07%	9.05%
3	-1.25%	(-2.5548)**	-1.28%	-13.12%	18.04%	-8.92%	-2.72%	3.72%	14.90%
4	-0.78%	(-1.7467)*	-0.72%	-14.64%	18.04%	-8.37%	-4.31%	2.61%	6.74%
5	-2.44%	(-4.2518)***	-1.13%	-11.81%	8.04%	-5.32%	-2.28%	2.34%	6.95%
6	2.00%	(3.4786)***	0.46%	-11.81%	18.04%	-5.77%	-2.02%	4.33%	11.04%
7	-0.31%	(-0.5258)	-0.18%	-13.12%	18.37%	-7.66%	-1.45%	2.63%	7.49%
8	-1.35%	(-2.1542)**	-0.67%	-19.64%	9.35%	-8.96%	-2.21%	1.01%	6.55%
9	-0.64%	(-1.7944)*	-0.59%	-12.72%	11.14%	-8.18%	-5.03%	2.84%	10.18%
10	-0.46%	(-1.5967)	-0.43%	-10.83%	28.78%	-7.12%	-3.45%	2.65%	7.87%
11	0.02%	(-0.4649)	-0.33%	-15.88%	17.73%	-9.77%	-3.32%	2.40%	8.12%
12	-0.77%	(-1.5434)	-0.74%	-19.64%	12.06%	-10.25%	-5.04%	2.30%	7.56%
13	0.47%	(0.6073)	0.68%	-13.16%	11.09%	-10.18%	-5.26%	2.58%	7.80%
14	-0.21%	(-0.7529)	-0.09%	-28.24%	28.78%	-13.16%	-5.30%	3.46%	8.96%
15	-0.08%	(-0.3606)	-0.41%	-28.24%	17.73%	-8.15%	-3.66%	5.76%	17.24%
16	-1.34%	(-2.2280)**	-1.68%	-28.24%	12.13%	-13.19%	-4.28%	4.26%	8.52%
17	-0.72%	(-1.7374)*	-0.82%	-12.72%	37.98%	-9.80%	-3.02%	2.68%	10.89%
18	0.22%	(0.1233)	0.24%	-14.64%	28.78%	-9.54%	-5.01%	0.50%	9.81%
19	-1.42%	(-2.6774)***	-1.24%	-25.00%	17.73%	-10.46%	-4.77%	2.45%	10.88%
20	0.29%	(0.5745)	-0.66%	-11.56%	27.60%	-7.65%	-2.54%	3.59%	10.41%
21	-0.60%	(-1.1187)	-0.20%	-13.12%	37.98%	-8.65%	-3.33%	3.19%	8.52%
22	3.00%	(5.7573)***	0.27%	-12.53%	12.19%	-9.51%	-4.82%	1.49%	8.41%
23	0.65%	(1.1813)	0.53%	-10.55%	16.15%	-9.08%	-3.98%	1.60%	8.19%
24	0.11%	(-0.0390)	-0.16%	-9.13%	18.80%	-7.23%	-1.64%	3.77%	10.72%
25	0.83%	(1.3031)	-0.12%	-9.51%	37.98%	-9.00%	-3.26%	1.85%	6.92%
26	-0.41%	(-0.3970)	0.23%	-13.31%	10.67%	-8.31%	-2.86%	0.87%	7.04%

*, **,*** indica che i coefficienti sono significativamente diversi da zero rispettivamente al 10%, 5% e all' 1%.

Tabella 7.7.: Analisi dei CAR settimanali basata sulla data effettiva di transazione. Per l'analisi delle performance di mercato successive ad una variazione della partecipazione azionaria, sono riportati cinque diversi CAR: il CAR(-13,-1) e il CAR(-5,0) per misurare l'effetto pre-evento; i CAR (0,5), CAR(0,13) e CAR(0,26) per misurare l'effetto post-evento. Nell'ambito di questa analisi sono state considerate esclusivamente le comunicazioni immediate. I risultati sono distinti in funzione del segno di variazione della partecipazione. T rappresenta la statistica T di Student. Per il calcolo dei rendimenti anomali è stato utilizzato come indice di mercato l'indice Mib30 (aggiustato per i dividendi). I rendimenti anomali sono stati calcolati attraverso una metodologia Market Adjusted. Il numero delle osservazioni è 219.

Panel A: Campione Positivo (n°115).

	Media	T
Car(-13,-1)	4.09%	(2.2448) **
Car(-5,0)	0.58%	(0.4567)
Car(0,5)	-0.53%	(-0.4545)
Car(0,13)	-0.05%	(-0.0671)
Car(0,26)	-3.02%	(-1.3727)

Panel B: Campione Negativo (n°104).

	Media	T
Car(-13,-1)	7.260%	(4.4445) ***
Car(-5,0)	8.580%	(7.6730) ***
Car(0,5)	0.003%	(-0.1087)
Car(0,13)	-1.030%	(-1.1750)
Car(0,26)	-0.710%	(-0.9037)

*, **, *** indica che i coefficienti sono significativamente diversi da zero rispettivamente al 10%, 5% e all' 1%.

Tabella 7.8.: Statistiche descrittive sui rendimenti anomali. Alcune statistiche descrittive per le 40 settimane intorno alla data effettiva della transazione (dalla tredicesima settimana precedente fino ai 6 mesi successivi). Nell'ambito di questa analisi sono state considerate esclusivamente le comunicazioni periodiche. T rappresenta la statistica T di Student. Per il calcolo dei rendimenti anomali è stato utilizzato come indice di mercato l'indice Mib30 (aggiustato per i dividendi). I rendimenti anomali sono stati calcolati attraverso una metodologia Market Adjusted. Il numero delle osservazioni è 113.

Panel A: Campione Positivo (n°64).

Settimana	Media	T	Mediana	min	MAX	Percentili			
						5	25	75	95
-13	-1.58%	(-2.4698)**	-1.60%	9.95%	-13.83%	-6.08%	-3.71%	1.92%	5.91%
-12	0.18%	(0.2765)	0.14%	10.46%	-21.84%	-9.74%	-3.11%	2.38%	9.61%
-11	0.25%	(0.5308)	0.11%	9.61%	-13.46%	-6.64%	-2.42%	2.11%	6.22%
-10	-0.91%	(-1.7412)*	-0.50%	8.55%	-21.84%	-9.73%	-2.84%	1.72%	5.21%
-9	0.85%	(0.9002)	0.59%	19.63%	-13.46%	-7.61%	-1.90%	1.89%	6.23%
-8	-0.08%	(-0.2101)	-0.02%	10.02%	-8.11%	-6.33%	-2.41%	2.78%	7.19%
-7	-1.10%	(-1.5621)	-0.47%	12.08%	-9.47%	-8.38%	-2.08%	2.55%	5.15%
-6	-0.56%	(-0.7364)	-0.65%	22.33%	-23.76%	-8.77%	-0.87%	2.58%	8.90%
-5	-0.64%	(-0.7845)	-0.80%	9.02%	-10.57%	-6.53%	-3.42%	1.95%	5.68%
-4	-0.94%	(-1.7230)*	-1.07%	13.31%	-6.97%	-5.06%	-2.63%	2.68%	7.89%
-3	-0.50%	(-0.8857)	-0.39%	16.65%	-19.27%	-7.12%	-1.90%	3.52%	9.86%
-2	-0.24%	(-0.2025)	-0.70%	11.13%	-19.58%	-9.80%	-2.93%	4.46%	7.93%
-1	3.01%	(5.1816)***	0.14%	16.65%	-23.52%	-11.46%	-3.42%	3.15%	7.64%
0	3.81%	(6.3050)***	0.17%	12.42%	-9.64%	-3.96%	-1.69%	3.10%	7.23%
1	-0.15%	(-0.1937)	-0.28%	17.49%	-13.35%	-7.95%	-3.53%	1.39%	6.29%
2	0.92%	(1.5410)	0.23%	8.80%	-13.15%	-6.37%	-1.98%	2.22%	5.84%
3	0.41%	(0.8808)	0.43%	12.08%	-12.61%	-10.21%	-2.47%	2.67%	6.67%
4	0.29%	(0.4051)	0.57%	7.90%	-27.13%	-7.01%	-3.14%	2.73%	5.80%
5	-2.55%	(-3.7052)***	-0.87%	23.74%	-8.83%	-7.43%	-2.48%	2.03%	8.69%
6	2.39%	(3.6458)***	-0.58%	11.70%	-10.86%	-8.49%	-2.04%	2.15%	7.01%
7	-1.02%	(-1.5088)	-0.86%	21.17%	-13.38%	-7.30%	-2.35%	2.18%	7.61%
8	-0.21%	(-0.0944)	-0.30%	12.69%	-9.91%	-6.72%	-2.11%	3.90%	10.84%
9	-0.21%	(-0.3407)	0.12%	11.73%	-13.32%	-8.05%	-2.05%	2.78%	6.88%
10	-0.31%	(-0.3188)	-0.07%	14.19%	-9.84%	-6.52%	-2.08%	2.92%	7.93%
11	-0.31%	(-0.5977)	-0.16%	15.37%	-7.57%	-7.52%	-2.91%	1.92%	8.49%
12	0.33%	(0.4953)	-0.26%	9.96%	-9.29%	-5.99%	-2.23%	2.18%	7.28%
13	1.15%	(1.8419)*	0.51%	15.37%	-6.52%	-4.42%	0.00%	4.06%	8.87%
14	-0.03%	(-0.1259)	-0.04%	11.70%	-10.85%	-7.76%	-2.51%	3.34%	8.96%
15	0.49%	(0.7556)	0.50%	16.11%	-6.59%	-5.03%	-0.71%	4.94%	6.84%
16	-0.02%	(-0.1066)	0.16%	16.11%	-13.29%	-4.94%	-1.56%	3.25%	9.55%
17	-0.36%	(-0.4906)	-0.48%	9.45%	-9.84%	-6.86%	-0.78%	2.85%	5.80%
18	0.05%	(0.1264)	0.05%	21.18%	-8.83%	-6.40%	-3.41%	2.71%	6.48%
19	-0.15%	(-0.2148)	-0.63%	7.76%	-10.46%	-10.46%	-2.15%	2.51%	6.49%
20	-0.02%	(-0.0626)	-0.07%	10.40%	-7.22%	-5.25%	-1.66%	4.60%	10.39%
21	-0.80%	(-1.1679)	-0.52%	10.57%	-15.88%	-6.90%	-1.67%	3.16%	8.95%
22	0.23%	(0.3356)	0.00%	10.18%	-10.01%	-5.38%	-2.13%	2.34%	6.46%
23	0.25%	(0.4089)	0.11%	12.42%	-6.56%	-5.51%	-2.31%	2.03%	8.91%
24	1.30%	(1.9141)*	0.74%	23.14%	-8.73%	-6.63%	-1.80%	4.45%	12.12%
25	0.15%	(0.2166)	-0.12%	11.35%	-14.64%	-8.85%	-3.26%	1.92%	9.48%
26	0.15%	(0.1414)	-0.42%	12.13%	-9.85%	-7.79%	-2.74%	2.95%	9.35%

Panel B: Campione Negativo (n°49).

Settimana	Media	T	Mediana	min	MAX	Percentili			
						5	25	75	95
-13	-0.75% (-1.2055)		0.08%	6.05%	-9.25%	-6.74%	-3.63%	1.38%	4.36%
-12	-0.15% (-0.2035)		-0.17%	8.29%	-7.51%	-6.61%	-2.72%	1.68%	7.44%
-11	0.20% (0.3605)		-0.33%	18.05%	-13.09%	-7.33%	-2.25%	4.34%	12.36%
-10	0.16% (0.4178)		0.10%	12.08%	-18.97%	-11.19%	-4.22%	2.29%	3.64%
-9	-0.91% (-1.3432)		-0.48%	10.97%	-17.77%	-7.47%	-2.85%	3.57%	5.68%
-8	-0.40% (-0.5677)		-0.33%	10.97%	-22.75%	-6.39%	-2.18%	5.11%	9.10%
-7	0.61% (0.5131)		-0.42%	9.43%	-21.84%	-10.22%	-2.25%	2.42%	5.14%
-6	-0.22% (-0.0394)		-0.01%	26.54%	-13.46%	-6.29%	-1.20%	2.81%	8.69%
-5	0.86% (0.9167)		-0.33%	16.77%	-8.02%	-4.29%	-1.13%	2.51%	7.19%
-4	-0.07% (0.0575)		-0.03%	22.14%	-6.93%	-5.78%	-2.37%	2.53%	5.35%
-3	0.54% (0.6544)		0.32%	9.43%	-12.43%	-7.05%	-1.77%	4.51%	8.04%
-2	1.75% (2.1837)**		0.56%	8.75%	-12.43%	-8.43%	-4.82%	0.77%	4.40%
-1	1.40% (1.6599)		0.42%	16.91%	-13.83%	-7.37%	-1.57%	2.19%	7.65%
0	1.58% (1.9454)*		0.90%	16.91%	-13.97%	-5.93%	-3.10%	2.27%	11.31%
1	0.50% (0.7114)		0.59%	18.80%	-10.87%	-6.83%	-1.67%	2.41%	7.86%
2	-0.36% (-0.1416)		-0.74%	16.65%	-13.38%	-11.26%	-1.55%	3.11%	8.91%
3	-0.13% (0.2028)		-0.20%	12.95%	-9.58%	-7.24%	-1.27%	3.29%	7.24%
4	-0.81% (-1.3576)		-0.05%	12.70%	-8.67%	-5.84%	-0.71%	3.72%	7.59%
5	0.05% (0.1654)		0.35%	6.90%	-5.03%	-2.57%	-0.32%	3.11%	5.91%
6	-0.95% (-1.1760)		-1.27%	8.19%	-6.09%	-4.98%	-2.20%	2.46%	5.50%
7	-0.32% (-0.1836)		-0.19%	6.79%	-9.43%	-7.08%	-2.47%	2.63%	5.15%
8	-0.95% (-1.4720)		-0.39%	13.31%	-17.14%	-7.06%	-3.86%	2.79%	5.52%
9	-1.39% (-1.8218)*		-0.52%	18.05%	-12.14%	-5.52%	-1.31%	3.01%	7.04%
10	-0.34% (-0.3755)		-0.01%	10.47%	-8.47%	-6.27%	-2.87%	1.92%	7.35%
11	-0.44% (-0.7772)		-1.00%	11.09%	-8.45%	-5.91%	-0.90%	4.06%	8.07%
12	-0.36% (-0.4653)		-0.92%	12.03%	-12.74%	-7.97%	-3.07%	4.62%	9.56%
13	-0.47% (-0.7951)		-0.04%	18.04%	-28.24%	-12.34%	-3.45%	4.37%	8.11%
14	-1.67% (-2.1224)**		-1.13%	10.13%	-28.24%	-6.57%	-1.09%	2.66%	7.10%
15	0.63% (1.1310)		0.04%	8.99%	-9.54%	-9.28%	-2.49%	4.12%	7.09%
16	-0.16% (0.0470)		0.11%	22.14%	-9.54%	-6.64%	-3.98%	3.26%	8.27%
17	-0.79% (-1.1772)		-1.03%	12.42%	-20.17%	-7.60%	-3.06%	3.30%	7.75%
18	-3.01% (-3.8286)***		-0.48%	16.33%	-8.73%	-6.47%	-2.97%	2.49%	6.94%
19	1.31% (1.6512)		-0.48%	21.68%	-6.87%	-6.82%	-2.62%	4.03%	10.45%
20	0.93% (0.9478)		-0.32%	10.81%	-9.83%	-6.93%	-2.71%	3.22%	8.99%
21	-0.56% (-0.5182)		0.09%	13.61%	-24.14%	-5.92%	-2.52%	2.26%	7.05%
22	0.99% (1.4028)		0.41%	12.42%	-12.12%	-9.31%	-3.76%	2.71%	12.07%
23	0.02% (0.0088)		-0.54%	13.72%	-13.80%	-9.68%	-4.59%	3.47%	12.70%
24	-0.12% (-0.1043)		-0.73%	10.65%	-9.48%	-8.67%	-3.78%	3.22%	6.04%
25	-0.47% (-0.6113)		-0.27%	10.81%	-13.31%	-6.77%	-2.61%	2.53%	10.17%
26	-0.41% (-0.4795)		-1.08%	10.74%	-20.31%	-9.46%	-2.74%	3.02%	9.90%

*, **, *** indica che i coefficienti sono significativamente diversi da zero rispettivamente al 10%, 5% e all' 1%.

Tabella 7.9.: Analisi dei CAR settimanali basata sulla data effettiva di transazione. Per l'analisi delle performance di mercato successive ad una variazione della partecipazione azionaria, sono riportati cinque diversi CAR: il CAR(-13,-1) e il CAR(-5,0) per misurare l'effetto pre-evento; i CAR (0,5), CAR(0,13) e CAR(0,26) per misurare l'effetto post-evento. Nell'ambito di questa analisi sono state considerate esclusivamente le comunicazioni periodiche. I risultati sono distinti in funzione del segno di variazione della partecipazione. T rappresenta la statistica T di Student. Per il calcolo dei rendimenti anomali è stato utilizzato come indice di mercato l'indice Mib30 (aggiustato per i dividendi). I rendimenti anomali sono stati calcolati attraverso una metodologia Market Adjusted. Il numero delle osservazioni è 113.

Panel A: Campione Positivo (n°64).

	Media	T
Car(-13,-1)	-2.27%	(-0.9890)
Car(-5,0)	4.49%	(3.5289) ***
Car(0,5)	2.73%	(2.3403) **
Car(0,13)	4.54%	(2.3174) **
Car(0,26)	5.78%	(1.9780) *

Panel B: Campione Negativo (n°49).

	Media	T
Car(-13,-1)	3.02%	(0.9827)
Car(-5,0)	6.07%	(3.3173) ***
Car(0,5)	0.84%	(0.6824)
Car(0,13)	-4.39%	(-1.5367)
Car(0,26)	-7.71%	(-1.8030) *

*, **, *** indica che i coefficienti sono significativamente diversi da zero rispettivamente al 10%, 5% e all' 1%.

Tabella 7.10.: Statistiche descrittive sui rendimenti anomali. Alcune statistiche descrittive per le 40 settimane intorno alla data effettiva della transazione (dalla tredicesima settimana precedente fino ai 6 mesi successivi). Nell'ambito di questa analisi sono state considerate esclusivamente le comunicazioni immediate. T rappresenta la statistica T di Student. Per il calcolo dei rendimenti anomali è stato utilizzato come indice di mercato l'indice Mib30 (aggiustato per i dividendi). I rendimenti anomali sono stati calcolati attraverso una metodologia Market Adjusted basata sul modello di Dimson. Il numero delle osservazioni è 219.

Panel A: Campione Positivo (n°115).

Settimana	Media	T	Mediana	min	MAX	5	Percentili		
							25	75	95
-13	0.07% (0.4099)		-0.34%	-16.82%	21.54%	-8.88%	-2.86%	3.49%	10.23%
-12	0.06% (0.0276)		-0.52%	-14.90%	11.96%	-8.38%	-3.38%	2.49%	7.77%
-11	0.16% (0.8038)		0.62%	-13.97%	30.43%	-8.28%	-1.94%	4.20%	11.55%
-10	0.63% (1.2135)		-0.04%	-15.41%	29.92%	-7.49%	-2.45%	3.05%	8.41%
-9	0.13% (-0.0236)		-0.35%	-15.28%	18.82%	-7.91%	-2.19%	3.16%	7.46%
-8	-0.17% (-0.4828)		-0.39%	-21.93%	12.08%	-6.72%	-2.70%	2.20%	7.73%
-7	0.84% (1.7535)*		0.67%	-21.73%	12.01%	-7.45%	-1.78%	3.10%	6.96%
-6	0.71% (1.5153)		0.87%	-13.37%	19.71%	-6.82%	-2.61%	3.14%	8.46%
-5	0.66% (1.1946)		0.34%	-16.07%	19.72%	-6.10%	-3.40%	2.71%	7.07%
-4	-0.67% (-1.4806)		-0.37%	-15.59%	12.35%	-7.59%	-1.50%	3.57%	7.42%
-3	-0.09% (0.1476)		-0.03%	-21.99%	20.05%	-9.91%	-2.74%	3.34%	6.88%
-2	0.48% (0.7953)		-0.07%	-21.95%	13.72%	-9.60%	-3.93%	2.91%	6.88%
-1	0.64% (1.5234)		0.03%	-22.42%	14.01%	-9.33%	-1.70%	2.78%	10.03%
0	-0.59% (-0.9998)		-0.55%	-16.61%	16.71%	-10.71%	-2.45%	3.02%	7.46%
1	-0.30% (-0.7188)		-0.23%	-14.36%	20.69%	-7.97%	-2.54%	2.84%	7.13%
2	0.12% (0.6625)		-0.17%	-15.84%	20.01%	-10.43%	-2.38%	2.78%	6.78%
3	-0.53% (-1.1034)		-0.31%	-15.14%	20.48%	-10.56%	-3.22%	2.74%	8.19%
4	-0.33% (-0.3174)		-0.21%	-15.43%	20.33%	-10.32%	-3.36%	2.05%	5.96%
5	0.44% (0.7399)		0.12%	-15.60%	19.83%	-10.74%	-2.95%	2.82%	8.04%
6	0.11% (0.6923)		0.00%	-23.03%	19.26%	-10.11%	-2.75%	2.01%	9.11%
7	0.13% (0.0192)		-0.04%	-13.23%	15.78%	-8.53%	-1.55%	3.79%	10.90%
8	-0.32% (-0.4606)		-0.62%	-10.79%	20.91%	-8.50%	-3.28%	2.62%	8.72%
9	0.09% (-0.0390)		-0.26%	-14.24%	30.75%	-8.47%	-2.72%	1.94%	7.25%
10	0.59% (1.2758)		0.47%	-12.69%	21.24%	-8.38%	-3.30%	1.42%	5.45%
11	-0.42% (-0.9026)		-0.67%	-13.11%	14.34%	-6.81%	-2.02%	2.32%	5.90%
12	-0.21% (-0.3081)		-0.49%	-12.97%	12.15%	-7.69%	-1.86%	2.99%	9.62%
13	0.13% (0.3268)		0.00%	-14.18%	13.33%	-8.16%	-2.29%	3.31%	6.54%
14	-0.09% (-0.1844)		-0.57%	-43.53%	22.85%	-7.12%	-2.18%	2.90%	6.79%
15	-0.28% (-0.5729)		-0.17%	-13.25%	11.96%	-8.15%	-3.32%	3.08%	9.84%
16	-0.63% (-1.2316)		-0.63%	-12.81%	22.67%	-7.49%	-2.52%	3.05%	8.55%
17	-0.15% (-0.4042)		-0.54%	-14.17%	31.27%	-8.90%	-3.70%	1.36%	8.53%
18	0.20% (0.3523)		0.01%	-24.52%	12.00%	-7.93%	-3.74%	2.46%	7.54%
19	-0.61% (-1.5036)		-0.87%	-19.81%	31.33%	-8.11%	-2.16%	3.93%	12.10%
20	-0.21% (-0.4430)		-0.34%	-23.83%	25.25%	-8.38%	-2.61%	2.78%	5.70%
21	-0.41% (-0.6455)		-0.65%	-14.85%	25.32%	-8.07%	-2.65%	2.68%	9.52%
22	-0.06% (-0.1138)		-0.16%	-13.43%	26.24%	-8.45%	-3.23%	3.08%	10.74%
23	-0.45% (-0.8122)		-0.81%	-22.81%	17.98%	-7.43%	-2.85%	3.09%	7.64%
24	-0.71% (-1.3352)		-0.69%	-15.26%	16.41%	-8.51%	-2.45%	2.60%	8.41%
25	-0.01% (-0.0697)		-0.27%	-11.79%	13.46%	-8.57%	-1.89%	3.77%	8.58%
26	-0.38% (-0.7689)		-0.16%	-14.61%	15.66%	-6.72%	-2.56%	3.04%	7.85%

Panel B: Campione Negativo (n°104).

Settimana	Media	T :	Mediana	min	MAX	5	Percentili		
							25	75	95
-13	1.62%	(1.9775)*	0.55%	-12.60%	23.97%	-6.14%	-2.88%	2.44%	7.09%
-12	1.65%	(2.3688)**	1.48%	-8.38%	16.94%	-7.61%	-2.04%	4.48%	8.88%
-11	1.32%	(1.2814)	-0.77%	-7.34%	18.49%	-5.26%	-3.10%	2.76%	8.18%
-10	-0.05%	(1.5768)	1.00%	-20.31%	13.25%	-12.34%	-3.36%	1.99%	6.39%
-9	0.48%	(1.0553)	1.19%	-9.41%	20.97%	-7.41%	-1.39%	2.77%	5.95%
-8	0.08%	(1.6051)	0.37%	-6.70%	20.68%	-4.53%	-0.50%	5.25%	20.68%
-7	0.27%	(1.1870)	0.28%	-9.50%	15.11%	-7.19%	-2.89%	4.46%	15.11%
-6	0.38%	(0.4435)	0.18%	-24.92%	20.51%	-8.34%	-1.49%	3.47%	11.86%
-5	1.65%	(2.1556)**	0.67%	-24.04%	14.62%	-24.04%	-4.34%	3.02%	13.01%
-4	-1.36%	(-0.7394)	-0.46%	-21.94%	19.28%	-21.94%	-5.38%	3.11%	13.60%
-3	0.27%	(-0.2816)	-0.40%	-13.25%	22.10%	-7.85%	-3.35%	4.47%	19.57%
-2	1.38%	(2.9728)***	0.97%	-9.65%	14.55%	-4.78%	-3.35%	2.09%	12.12%
-1	2.27%	(7.1484)***	0.93%	-22.62%	14.50%	-8.96%	-2.37%	4.31%	8.41%
0	3.75%	(9.0147)***	0.92%	-14.58%	16.69%	-4.03%	-2.13%	2.84%	7.54%
1	0.01%	(1.3843)	0.87%	-10.86%	21.35%	-8.99%	-1.83%	4.83%	13.32%
2	-0.08%	(-0.7265)	-0.73%	-10.03%	19.52%	-9.56%	-3.86%	2.93%	9.17%
3	-1.09%	(-2.0566)**	-1.01%	-22.04%	19.63%	-9.79%	-1.77%	3.13%	19.63%
4	-0.27%	(-0.9056)	-0.05%	-14.47%	16.45%	-9.80%	-2.20%	3.38%	6.35%
5	-2.95%	(-4.7644)***	-0.82%	-10.86%	22.06%	-7.23%	-3.74%	2.75%	6.58%
6	0.92%	(3.4722)***	-0.18%	-9.40%	14.00%	-6.75%	-2.71%	4.14%	9.67%
7	0.12%	(0.1687)	0.14%	-22.17%	20.61%	-6.19%	-2.02%	2.38%	7.37%
8	-1.60%	(-1.7263)*	-0.84%	-19.50%	16.84%	-8.11%	-2.42%	3.44%	7.19%
9	-0.02%	(-1.0233)	-0.67%	-12.42%	9.98%	-8.97%	-6.19%	2.27%	8.69%
10	0.00%	(-1.1075)	-0.70%	-10.92%	23.32%	-6.73%	-4.35%	2.01%	8.45%
11	-0.29%	(-0.6729)	-0.40%	-15.84%	19.77%	-7.80%	-2.58%	4.27%	10.80%
12	-0.84%	(-1.6851)*	-1.21%	-19.32%	13.30%	-10.21%	-3.23%	2.02%	7.12%
13	0.91%	(1.4217)	0.65%	-17.54%	12.78%	-9.78%	-5.30%	2.74%	6.70%
14	-0.55%	(-1.0760)	-0.81%	-28.13%	23.74%	-13.02%	-5.59%	3.50%	12.48%
15	0.63%	(0.6205)	0.13%	-27.97%	20.54%	-6.89%	-2.48%	4.30%	11.28%
16	-1.44%	(-2.0692)**	-1.54%	-28.03%	19.18%	-14.83%	-3.72%	4.92%	9.14%
17	-1.36%	(-2.3278)**	-1.37%	-19.86%	32.78%	-12.12%	-4.12%	3.17%	10.24%
18	0.46%	(0.2996)	-0.37%	-21.34%	23.71%	-9.79%	-3.28%	1.69%	9.35%
19	-1.25%	(-2.1100)**	-1.02%	-20.86%	21.48%	-8.69%	-4.65%	2.04%	8.92%
20	-0.03%	(0.3753)	-0.69%	-11.63%	28.43%	-8.67%	-3.73%	3.19%	10.99%
21	0.07%	(-0.4247)	0.27%	-22.86%	33.18%	-8.02%	-3.48%	2.05%	9.40%
22	3.37%	(6.4776)***	0.92%	-16.02%	16.22%	-6.26%	-2.51%	2.72%	7.69%
23	0.91%	(1.5513)	-0.23%	-15.30%	16.72%	-9.54%	-3.69%	4.94%	7.84%
24	-0.29%	(-0.3598)	-0.83%	-7.42%	19.48%	-6.08%	-3.01%	3.74%	11.29%
25	0.53%	(1.3308)	-0.84%	-8.34%	33.16%	-6.80%	-2.68%	3.37%	12.53%
26	-0.16%	(0.1828)	0.29%	-15.34%	17.38%	-7.72%	-1.99%	1.99%	10.07%

*, **, *** indica che i coefficienti sono significativamente diversi da zero rispettivamente al 10%, 5% e all' 1%.

Tabella 7.11.: Analisi dei CAR settimanali basata sulla data effettiva di transazione. Per l'analisi delle performance di mercato successive ad una variazione della partecipazione azionaria, sono riportati cinque diversi CAR: il CAR(-13,-1) e il CAR(-5,0) per misurare l'effetto pre-evento; i CAR (0,5), CAR(0,13) e CAR(0,26) per misurare l'effetto post-evento. Nell'ambito di questa analisi sono state considerate esclusivamente le comunicazioni immediate. I risultati sono distinti in funzione del segno di variazione della partecipazione. T rappresenta la statistica T di Student. Per il calcolo dei rendimenti anomali è stato utilizzato come indice di mercato l'indice Mib30 (aggiustato per i dividendi). I rendimenti anomali sono stati calcolati attraverso una metodologia Market Adjusted basata sul modello di Dimson. Il numero delle osservazioni è 219.

Panel A: Campione Positivo (n°115).

	Media	T
Car(-13,-1)	3.45%	(2.1355) **
Car(-5,0)	0.43%	(0.5279)
Car(0,5)	-1.20%	(-0.7768)
Car(0,13)	-1.09%	(-0.3143)
Car(0,26)	-4.88%	(-1.7388)*

Panel B: Campione Negativo (n°104).

	Media	T
Car(-13,-1)	9.97%	(6.5677) ***
Car(-5,0)	7.97%	(9.0653) ***
Car(0,5)	-0.64%	(0.8702)
Car(0,13)	-1.44%	(0.2201)
Car(0,26)	-0.54%	(0.6401)

*, **, *** indica che i coefficienti sono significativamente diversi da zero rispettivamente al 10%, 5% e all' 1%.

Tabella 7.12.: Statistiche descrittive sui rendimenti anomali. Alcune statistiche descrittive per le 40 settimane intorno alla data effettiva della transazione (dalla tredicesima settimana precedente fino ai 6 mesi successivi). Nell'ambito di questa analisi sono state considerate esclusivamente le comunicazioni periodiche. T rappresenta la statistica T di Student. Per il calcolo dei rendimenti anomali è stato utilizzato come indice di mercato l'indice Mib30 (aggiustato per i dividendi). I rendimenti anomali sono stati calcolati attraverso una metodologia Market Adjusted basata sul modello di Dimson. Il numero delle osservazioni è 113.

Panel A: Campione Positivo (n°64).

Settimana	Media	T	Mediana	min	MAX	Percentili			
						5	25	75	95
-13	-0.40%	(-1.2752)	-0.04%	-19.10%	9.05%	-8.48%	-3.25%	1.29%	6.34%
-12	-0.52%	(-0.5844)	-0.38%	-20.55%	10.66%	-10.52%	-3.42%	2.65%	7.78%
-11	0.04%	(0.2525)	0.21%	-10.86%	8.19%	-4.43%	-2.58%	2.06%	5.28%
-10	-0.96%	(-1.8694)*	-0.51%	-16.24%	6.82%	-6.92%	-2.92%	1.54%	5.04%
-9	0.41%	(0.0594)	0.61%	-11.25%	19.33%	-7.53%	-1.97%	1.85%	6.37%
-8	0.33%	(0.1609)	0.31%	-8.63%	7.52%	-6.61%	-1.92%	2.39%	6.32%
-7	-0.89%	(-1.4416)	-0.45%	-12.96%	12.22%	-6.54%	-2.67%	1.80%	5.87%
-6	-0.18%	(-0.5680)	-0.35%	-25.80%	22.55%	-9.17%	-1.62%	3.11%	9.49%
-5	-1.24%	(-1.2622)	-0.95%	-13.25%	10.87%	-7.76%	-3.77%	1.04%	6.56%
-4	-0.89%	(-2.3407)**	-1.05%	-6.56%	19.02%	-5.60%	-2.07%	2.83%	10.11%
-3	-0.69%	(-1.0981)	-0.42%	-9.78%	11.87%	-5.78%	-2.01%	4.39%	9.64%
-2	0.31%	(0.6754)	-0.66%	-21.95%	18.33%	-7.43%	-2.18%	3.35%	10.40%
-1	2.72%	(6.4035)***	-0.27%	-12.77%	12.12%	-9.91%	-3.60%	1.64%	6.81%
0	4.46%	(8.4108)***	0.11%	-10.37%	8.04%	-7.49%	-2.08%	2.90%	7.04%
1	-0.46%	(-0.3856)	-0.69%	-18.89%	10.18%	-9.78%	-2.40%	1.30%	7.87%
2	0.73%	(1.3996)	-0.17%	-12.46%	14.87%	-6.07%	-1.21%	2.52%	7.09%
3	0.49%	(1.2684)	-0.07%	-10.94%	13.75%	-8.22%	-4.09%	2.29%	4.96%
4	-0.07%	(-0.1760)	-0.18%	-21.73%	10.79%	-6.75%	-4.24%	1.40%	5.18%
5	-2.76%	(-4.5859)***	-1.04%	-11.96%	22.22%	-8.68%	-2.71%	2.75%	7.22%
6	2.32%	(4.4951)***	-0.70%	-9.46%	10.47%	-8.44%	-1.94%	2.12%	5.30%
7	-0.84%	(-1.4286)	-0.54%	-12.01%	10.30%	-9.05%	-3.17%	1.65%	6.22%
8	-0.65%	(-0.7057)	-0.24%	-8.57%	12.30%	-7.18%	-2.32%	3.60%	11.69%
9	-0.08%	(-0.1437)	0.14%	-12.61%	12.26%	-8.25%	-2.21%	1.83%	6.38%
10	-0.40%	(-0.1957)	-0.53%	-9.90%	10.84%	-7.26%	-2.55%	1.94%	10.25%
11	-0.82%	(-1.2887)	-0.41%	-15.85%	14.59%	-7.48%	-3.22%	1.35%	8.07%
12	0.55%	(0.7136)	-0.07%	-7.73%	10.15%	-6.67%	-2.44%	1.66%	6.47%
13	1.25%	(2.3546)**	0.87%	-7.35%	14.50%	-3.60%	-0.10%	2.96%	9.27%
14	-0.16%	(-0.6829)	-0.50%	-10.66%	10.39%	-8.34%	-2.33%	2.88%	5.88%
15	0.28%	(0.4566)	0.82%	-9.13%	16.05%	-5.59%	-0.84%	3.89%	6.79%
16	-0.12%	(-0.3927)	-0.87%	-13.09%	16.14%	-4.33%	-1.19%	3.55%	10.22%
17	-0.71%	(-1.2265)	-0.50%	-9.37%	15.02%	-5.81%	-0.96%	2.28%	7.91%
18	0.38%	(0.4400)	-0.03%	-13.44%	21.04%	-5.84%	-2.60%	1.96%	6.73%
19	-0.17%	(-0.2736)	-0.61%	-9.65%	7.61%	-7.90%	-2.23%	2.14%	6.41%
20	0.06%	(0.0016)	-0.27%	-13.48%	10.99%	-6.54%	-1.28%	3.46%	10.99%
21	-0.85%	(-1.4491)	-0.43%	-15.73%	9.91%	-8.04%	-1.87%	2.61%	8.29%
22	0.07%	(0.1996)	-0.43%	-9.79%	10.83%	-4.22%	-2.01%	1.53%	6.11%
23	0.07%	(0.2664)	-0.18%	-8.55%	15.30%	-6.09%	-2.03%	2.68%	7.27%
24	1.33%	(2.0100)**	0.78%	-10.74%	15.04%	-8.53%	-1.99%	3.10%	10.00%
25	-0.03%	(-0.0199)	-0.33%	-14.69%	13.70%	-8.50%	-2.57%	1.16%	9.10%
26	0.22%	(0.0003)	-0.26%	-15.90%	10.83%	-8.29%	-2.74%	2.66%	8.03%

Panel B: Campione Negativo (n°49).

Settimana	Media	T	Mediana	min	MAX	Percentili			
						5	25	75	95
-13	-0.34%	(-0.9948)	-0.09%	-15.56%	7.07%	-5.86%	-1.67%	1.13%	6.02%
-12	-0.25%	(-0.2352)	-0.24%	-7.19%	8.48%	-5.34%	-3.04%	1.63%	7.74%
-11	0.39%	(0.6849)	-0.26%	-12.92%	17.04%	-9.97%	-2.70%	4.24%	13.86%
-10	-0.32%	(-0.3390)	-0.45%	-19.78%	13.84%	-11.82%	-2.96%	1.22%	5.66%
-9	-0.23%	(-0.5704)	0.05%	-12.05%	11.00%	-6.36%	-1.77%	3.51%	6.95%
-8	0.18%	(0.2459)	0.18%	-28.30%	14.85%	-5.10%	-0.92%	4.10%	11.06%
-7	1.16%	(1.3051)	0.94%	-15.69%	8.17%	-10.93%	-2.61%	1.66%	5.15%
-6	-0.83%	(-1.1212)	-0.76%	-10.97%	22.63%	-9.13%	-1.47%	3.93%	6.58%
-5	0.70%	(0.8928)	-0.03%	-7.97%	16.89%	-4.96%	-1.04%	2.85%	11.45%
-4	-0.21%	(-0.4418)	-0.42%	-4.15%	21.88%	-3.98%	-2.12%	2.59%	7.76%
-3	0.43%	(0.1938)	-0.39%	-9.80%	10.04%	-7.97%	-1.41%	3.84%	8.42%
-2	2.43%	(3.0805)***	0.83%	-21.11%	9.12%	-9.81%	-4.96%	1.02%	5.87%
-1	1.36%	(1.4576)	-0.02%	-13.91%	14.50%	-12.50%	-0.87%	1.96%	3.97%
0	1.44%	(1.6748)	0.61%	-15.02%	21.41%	-6.65%	-2.98%	1.76%	8.46%
1	0.22%	(0.2860)	-0.25%	-10.00%	21.18%	-6.03%	-1.57%	3.21%	8.39%
2	-0.10%	(0.0242)	-0.36%	-12.17%	12.23%	-10.48%	-0.92%	3.45%	10.05%
3	-0.61%	(-0.6500)	-0.40%	-9.66%	12.54%	-8.47%	-0.60%	2.88%	8.11%
4	-0.52%	(-0.8611)	0.18%	-7.71%	14.01%	-7.44%	-1.82%	2.19%	7.62%
5	0.16%	(0.3593)	0.48%	-11.78%	7.58%	-4.43%	-0.52%	2.88%	7.03%
6	-0.72%	(-0.7821)	-0.80%	-7.05%	7.06%	-4.83%	-1.99%	1.49%	6.82%
7	-0.51%	(-0.6221)	-0.74%	-8.10%	13.31%	-6.89%	-2.22%	2.18%	8.77%
8	-0.71%	(-1.0581)	-0.57%	-13.46%	14.41%	-7.53%	-3.79%	2.13%	8.59%
9	-1.60%	(-2.1282)**	-0.87%	-9.45%	17.22%	-6.15%	-1.24%	2.96%	8.73%
10	-0.46%	(-0.4488)	0.33%	-9.51%	15.00%	-6.79%	-2.57%	1.75%	8.46%
11	0.11%	(0.0014)	-0.24%	-11.56%	13.19%	-4.50%	-1.19%	3.26%	13.10%
12	-0.13%	(-0.3630)	-0.77%	-12.67%	21.77%	-7.31%	-2.61%	3.75%	13.13%
13	-0.27%	(-0.3720)	-0.13%	-27.96%	11.98%	-11.37%	-3.29%	3.45%	10.56%
14	-1.48%	(-1.9973)*	-1.00%	-28.13%	12.68%	-6.57%	-1.69%	1.96%	10.61%
15	0.50%	(0.9804)	-0.32%	-12.11%	10.67%	-9.76%	-2.52%	4.48%	8.01%
16	-0.10%	(0.1289)	-0.18%	-11.81%	21.29%	-7.93%	-2.79%	2.28%	10.66%
17	-0.66%	(-0.8978)	-0.54%	-20.83%	7.85%	-9.55%	-3.50%	3.08%	7.43%
18	-2.80%	(-3.1122)***	-0.81%	-10.79%	16.93%	-5.77%	-3.20%	1.50%	6.49%
19	1.32%	(1.2777)	-0.81%	-6.68%	22.74%	-5.56%	-2.11%	3.18%	11.68%
20	1.34%	(1.2869)	0.06%	-9.82%	8.12%	-6.59%	-2.24%	1.96%	5.98%
21	-0.72%	(-0.8508)	-0.62%	-20.47%	9.41%	-4.72%	-1.97%	2.18%	8.01%
22	0.98%	(1.2293)	-0.25%	-12.97%	10.13%	-9.39%	-3.67%	4.45%	9.99%
23	0.08%	(-0.1216)	-0.67%	-13.86%	15.60%	-8.71%	-3.28%	2.82%	12.13%
24	0.07%	(0.2123)	-0.16%	-8.48%	7.01%	-8.40%	-3.12%	2.33%	4.34%
25	-0.22%	(-0.2308)	-0.23%	-12.18%	10.64%	-5.62%	-2.48%	2.60%	5.97%
26	-0.22%	(-0.2552)	-0.94%	-19.55%	10.28%	-9.96%	-3.53%	1.82%	6.19%

*, **, *** indica che i coefficienti sono significativamente diversi da zero rispettivamente al 10%, 5% e all' 1%.

Tabella 7.13.: Analisi dei CAR settimanali basata sulla data effettiva di transazione. Per l'analisi delle performance di mercato successive ad una variazione della partecipazione azionaria, sono riportati cinque diversi CAR: il CAR(-13,-1) e il CAR(-5,0) per misurare l'effetto pre-evento; i CAR (0,5), CAR(0,13) e CAR(0,26) per misurare l'effetto post-evento. Nell'ambito di questa analisi sono state considerate esclusivamente le comunicazioni periodiche. I risultati sono distinti in funzione del segno di variazione della partecipazione. T rappresenta la statistica T di Student. Per il calcolo dei rendimenti anomali è stato utilizzato come indice di mercato l'indice Mib30 (aggiustato per i dividendi). I rendimenti anomali sono stati calcolati attraverso una metodologia Market Adjusted basata sul modello di Dimson. Il numero delle osservazioni è 113.

Panel A: Campione Positivo (n°64).

	Media	T
Car(-13,-1)	-1.98%	(-0.8336)
Car(-5,0)	4.66%	(4.8249) ^{***}
Car(0,5)	2.39%	(2.6525) ^{**}
Car(0,13)	3.72%	(2.6993) ^{***}
Car(0,26)	4.09%	(1.7772) [*]

Panel B: Campione Negativo (n°49).

	Media	T
Car(-13,-1)	4.49%	(1.2004)
Car(-5,0)	6.16%	(3.0669) ^{***}
Car(0,5)	0.59%	(0.3726)
Car(0,13)	-3.70%	(-1.3700)
Car(0,26)	-5.59%	(-1.4297)

^{*}, ^{**}, ^{***} indica che i coefficienti sono significativamente diversi da zero rispettivamente al 10%, 5% e all' 1%.

Tabella 7.14.: Analisi di sensibilità sull'indice di mercato. I CAR sono stati calcolati utilizzando quattro diversi indici rappresentativi il mercato azionario italiano al fine di evidenziare eventuali differenze relative alla scelta del benchmark. T rappresenta la statistica T di Student. I rendimenti anomali sono stati calcolati attraverso una metodologia Market Adjusted Model.

Panel A: Campione delle comunicazioni immediate inviate dagli insider in merito a variazioni positive delle loro partecipazioni (n°115).

	<i>MIB30</i>		<i>MIBTEL</i>		<i>COMIT30</i>		<i>COMIT</i>	
	Media	T	Media	T	Media	T	Media	T
Car(-13,-1)	4.09%	(2.2448)**	3.65%	(1.9050)*	4.09%	(2.2448)**	3.61%	(1.8836)*
Car(-5,0)	0.58%	(0.4567)	0.26%	(0.0778)	0.58%	(0.4567)	0.25%	(0.0811)
Car(0,5)	-0.53%	(-0.4545)	-0.79%	(-0.7956)	-0.53%	(-0.4545)	-0.82%	(-0.7964)
Car(0,13)	-0.05%	(-0.0671)	-0.55%	(-0.4248)	-0.05%	(-0.0671)	-0.57%	(-0.4281)
Car(0,26)	-3.02%	(-1.3727)	-3.99%	(-1.7800)*	-3.02%	(-1.3727)	-3.96%	(-1.7719)*

Panel B: Campione delle comunicazioni immediate inviate dagli insider in merito a variazioni negative delle loro partecipazioni (n°104).

	<i>MIB30</i>		<i>MIBTEL</i>		<i>COMIT30</i>		<i>COMIT</i>	
	Media	T	Media	T	Media	T	Media	T
Car(-13,-1)	7.26%	(4.4445)***	6.47%	(4.1176)***	7.26%	(4.4445)***	6.43%	(4.0986)***
Car(-5,0)	8.58%	(7.6730)***	8.28%	(7.7624)***	8.58%	(7.6730)***	8.25%	(7.7530)***
Car(0,5)	0.003%	(-0.1087)	-0.32%	(-0.2787)	0.003%	(-0.1087)	-0.31%	(-0.2660)
Car(0,13)	-1.03%	(-1.1750)	-1.62%	(-1.4335)	-1.03%	(-1.1750)	-1.59%	(-1.4284)
Car(0,26)	-0.71%	(-0.9037)	-1.66%	(-1.2453)	-0.71%	(-0.9037)	-1.63%	(-1.2328)

Panel C: Campione delle comunicazioni periodiche inviate dagli insider in merito a variazioni positive delle loro partecipazioni (n°64).

	<i>MIB30</i>		<i>MIBTEL</i>		<i>COMIT30</i>		<i>COMIT</i>	
	Media	T	Media	T	Media	T	Media	T
Car(-13,-1)	-2.27%	(-0.9890)	-2.38%	(-1.1028)	-2.27%	(-0.9890)	-2.44%	(-1.1298)
Car(-5,0)	4.49%	(3.5289) ^{***}	4.28%	(3.6843) ^{***}	4.49%	(3.5289) ^{***}	4.22%	(3.6508) ^{***}
Car(0,5)	2.73%	(2.3403) ^{**}	2.48%	(2.3305) ^{**}	2.73%	(2.3403) ^{**}	2.49%	(2.3509) ^{**}
Car(0,13)	4.54%	(2.3174) ^{**}	3.86%	(2.1596) ^{**}	4.54%	(2.3174) ^{**}	3.86%	(2.1770) ^{**}
Car(0,26)	5.78%	(1.9780) [*]	4.32%	(1.5965)	5.78%	(1.9780) [*]	4.33%	(1.6168)

Panel D: Campione delle comunicazioni periodiche inviate dagli insider in merito a variazioni negative delle loro partecipazioni (n°49).

	<i>MIB30</i>		<i>MIBTEL</i>		<i>COMIT30</i>		<i>COMIT</i>	
	Media	T	Media	T	Media	T	Media	T
Car(-13,-1)	3.02%	(0.9827)	2.54%	(0.7764)	3.02%	(0.9827)	2.54%	(0.7739)
Car(-5,0)	6.07%	(3.3173) ^{***}	5.76%	(3.1745) ^{***}	6.07%	(3.3173) ^{***}	5.72%	(3.1572) ^{***}
Car(0,5)	0.84%	(0.6824)	0.43%	(0.4643)	0.84%	(0.6824)	0.40%	(0.4450)
Car(0,13)	-4.39%	(-1.5367)	-5.19%	(-1.8795) [*]	-4.39%	(-1.5367)	-5.20%	(-1.9004) [*]
Car(0,26)	-7.71%	(-1.8030) [*]	-9.03%	(-2.2263) ^{**}	-7.71%	(-1.8030) [*]	-9.03%	(-2.2365) ^{**}

^{*}, ^{**}, ^{***} indica che i coefficienti sono significativamente diversi da zero rispettivamente al 10%, 5% e all' 1%.

Tabella 7.15.: Statistiche descrittive dei rendimenti ottenuti tramite un'analisi di portafoglio. Per ciascun insider (n°202) abbiamo esaminato la serie storica delle operazioni compiute durante il periodo di tempo scelto come riferimento ossia l'anno 2003. In corrispondenza dei 6 e dei 9 mesi successivi all'ultima operazione realizzata, abbiamo calcolato i rendimenti ottenuti sulla base della strategia adottata da ciascun insider. Sono stati considerati 3 campioni: l'intero campione iniziale, quello costituito dai portafogli lunghi e quello costituito dai portafogli corti.

Panel A: L'analisi si basa sull'intero campione (n°202).

Periodo di possesso	Rp	Rm	AR (Media)	T	Mediana	min	MAX	Percentili			
								5	25	75	95
6 mesi	8.001%	8.957%	-0.96%	(-0.3370)	-1.42%	-246.80%	263.42%	-41.51%	-12.98%	12.81%	40.95%
9 mesi	11.15%	10.74%	0.41%	(0.1370)	-2.72%	-261.08%	234.92%	-43.14%	-19.79%	17.82%	53.97%

Panel B: L'analisi si basa esclusivamente sul possesso di portafoglio lunghi (n°89).

Periodo di possesso	Rp	Rm	AR (Media)	T	Mediana	min	MAX	Percentili			
								5	25	75	95
6 mesi	11.32%	9.87%	1.45%	(0.3030)	-0.19%	-246.80%	263.42%	-23.48%	-9.90%	13.80%	37.17%
9 mesi	15.12%	12.23%	2.89%	(0.6000)	2.64%	-261.08%	234.92%	-32.36%	-7.68%	16.68%	34.14%

Panel C: L'analisi si basa esclusivamente sul possesso di portafogli corti (n°113).

Periodo di possesso	Rp	Rm	AR (Media)	T	Mediana	min	MAX	Percentili			
								5	25	75	95
6 mesi	5.38%	8.23%	-2.85%	(-0.8370)	-2.82%	-203.50%	144.82%	-48.38%	-19.21%	11.01%	41.98%
9 mesi	8.02%	9.57%	-1.55%	(-0.4150)	-8.80%	-192.83%	121.57%	-45.59%	-26.99%	18.32%	58.27%

Tabella 7.16.: Analisa descrittiva dei rendimenti ottenuti tramite un'analisi di portafoglio. In corrispondenza di ogni tipo di carica assunta dagli insider, è stato calcolato il valore medio e la corrispondente statistica T dei rendimenti anomali ottenuti dopo sei mesi e dopo nove mesi dall'ultima operazione eseguita sulla base della strategia adottata da ciascun insider.

Qualifica	N°	AR (a 6 mesi)	T
<i>Direttore Finanziario</i>	3	-27.91%	(-1.2940)
<i>Presidente (del Cda o della Società)</i>	27	-14.80%	(-1.3450)
<i>Amministratori di Controllanti</i>	6	-10.26%	(-1.7680)
<i>Collegio Sindacale</i>	1	-7.69%	N/A**
<i>Dirigente</i>	13	-2.78%	(-0.5560)
<i>Consigliere</i>	81	-2.31%	(-0.6360)
<i>Altro</i>	13	-1.67%	(-0.2730)
<i>Amministratori di Controllate</i>	21	2.42%	(0.3890)
<i>vice Presidente</i>	10	4.03%	(0.9900)
<i>Amministratore Delegato</i>	14	9.91%	(0.7140)
<i>Direttore Generale</i>	8	18.44%	(0.5120)
<i>Familiari dei membri del Cda*</i>	2	40.13%	(2.8980)
<i>Presidente e Amministratore Delegato</i>	3	48.95%	(2.0500)
Totale	202		

Qualifica	N°	AR (a 9 mesi)	T
<i>Direttore Finanziario</i>	3	-19.63%	(-2.3290)
<i>Amministratori di Controllanti</i>	6	-16.75%	(-1.7840)
<i>Collegio Sindacale</i>	1	-9.85%	N/A**
<i>Presidente (del Cda o della Società)</i>	27	-7.97%	(-0.6970)
<i>Dirigente</i>	13	-1.65%	(-0.1950)
<i>Altro</i>	13	-1.03%	(-0.1640)
<i>Consigliere</i>	81	-0.85%	(-0.2060)
<i>Amministratori di Controllate</i>	21	0.08%	(0.0120)
<i>vice Presidente</i>	10	4.75%	(0.8400)
<i>Amministratore Delegato</i>	14	11.50%	(0.8350)
<i>Direttore Generale</i>	8	17.41%	(0.5430)
<i>Presidente e Amministratore Delegato</i>	3	43.14%	(1.7730)
<i>Familiari dei membri del Cda*</i>	2	45.56%	(2.5200)
Totale	202		

* Si tratta dei familiari del presidente (del Cda o della Società), dell' amministratore delegato, del vice presidente o del consigliere.

Tabella 7.17.: Analisi di regressione. Il modello di regressione lineare considerato è:

MODELLO:

$$AR_{6m} = a + b_1 * dm0 + b_2 * dm1 + b_3 * dq1 + b_4 * dq2 + b_5 * dq3 + b_6 * dq4 + b_7 * dq6 + b_8 * dq7 + b_9 * dq8 + b_{10} * dq9 + b_{11} * dq10 + b_{12} * dq12 + b_{13} * dq13 + b_{14} * dq14 + b_{15} * dpo1 + b_{16} * ds1 + b_{17} * LN(Con) + b_{18} * N_op + b_{19} * LN(MV) + b_{20} * MTBV + b_{21} * \beta$$

Panel A: La variabile dipendente è il rendimento anomalo calcolato dopo sei mesi dall'ultima operazione effettuata da ciascun insider. Le variabili indipendenti sono le seguenti: dm0 è una variabile dummy pari a 1 quando la transazione è compiuta sul mercato di Borsa; dm1 è una variabile dummy pari a 1 quando la transazione è compiuta sul Nuovo Mercato; dq1 è una variabile dummy pari a 1 quando l'insider è il presidente della società o del consiglio di amministrazione (cda); dq2 è una variabile dummy pari a 1 quando l'insider è l'amministratore delegato; dq3 è una variabile dummy pari a 1 quando l'insider è sia il presidente sia l'amministratore delegato della società; dq4 è una variabile dummy pari a 1 quando l'insider è il vice-presidente; dq6 è una variabile dummy pari a 1 quando l'insider è un amministratore; dq7 è una variabile dummy pari a 1 quando l'insider è il direttore finanziario; dq8 è una variabile dummy pari a 1 quando l'insider è il direttore generale; dq9 è una variabile dummy pari a 1 quando l'insider è un dirigente; dq10 è una variabile dummy pari a 1 quando l'insider è un familiare di un componente il cda; dq12 è una variabile dummy pari a 1 quando l'insider è un amministratore di una società controllata; dq13 è una variabile dummy pari a 1 quando l'insider è un amministratore di una società controllante; dq14 è una variabile dummy pari a 1 in altre circostanze generali; dpo1 è una variabile dummy pari a 1 quando il portafoglio considerato risulta "corto" alla fine del periodo di riferimento; ds1 è una variabile dummy pari a 1 quando oggetto della transazione sono azioni di risparmio; LN(Con) è il logaritmo naturale del massimo controvalore, in termini di valore assoluto, ottenuto grazie a ciascun portafoglio; N_Op indica il numero di operazioni compiute dallo stesso insider; LN(MV) è il logaritmo naturale della capitalizzazione di mercato; MTBV è il valore del Market to Book e β indica il valore del beta di ciascun titolo.

Variabili	Modello 1		Modello 2		Modello 3	
Costante	45.521	(0.838)	37.759	(0.800)	21.169	(1.596)
dm0	0.055	(0.199)	0.015	(0.068)		
dm1	0.285	(0.956)	0.262	(1.162)		
dq1	-0.104	(-0.260)	-0.065	(-0.178)		
dq2	0.092	(0.296)	0.102	(0.358)		
dq3	0.184	(1.252)	0.159	(1.070)		
dq4	0.076	(0.277)	0.089	(0.364)		
dq6	0.029	(0.051)	0.077	(0.147)		
dq7	-0.039	(-0.224)	-0.033	(-0.221)		
dq8	0.173	(0.754)	0.176	(0.798)		
dq9	0.167	(0.583)	0.171	(0.627)		
dq10	0.101	(0.871)	0.111	(0.877)		
dq12	0.124	(0.345)	0.158	(0.469)		
dq13	0.000	(-0.001)	0.027	(0.141)		
dq14	0.034	(0.141)	0.067	(0.255)		
dpo1	-0.209	(-2.479)**	-0.214	(-2.880)***	-0.080	(-1.064)
ds1	0.033	(0.432)	0.035	(0.513)		
LN(Con)	-0.093	(-0.948)	-0.081	(-0.944)		
N_op	-0.005	(-0.051)	0.000	(0.003)	-0.045	(-0.591)
LN(MV)	-0.137	(-1.405)	-0.145	(-1.755)*	-0.172	(-2.273)**
MTBV	0.334	(4.051)***	0.325	(4.513)***	0.283	(3.724)***
β	-0.007	(-0.071)			0.129	(1.672)*
R^2 Corretto	0.148		0.156		0.086	
F	(2.328)***		(2.814)***		(4.015)***	
N	162		198		162	

Panel B: Il successivo modello di regressione coincide esattamente con quello descritto nel Panel A a parte la variabile dipendente che è rappresentata in questo caso dal rendimento anomalo calcolato dopo nove mesi dall'ultima operazione effettuata da ciascun insider.

Variabili	Modello 1		Modello 2		Modello 3	
Costante	41.458	(0.743)	29.026	(0.598)	31.520	(2.312)**
dm0	0.083	(0.303)	0.094	(0.426)		
dm1	0.425	(1.442)	0.427	(1.916)*		
dq1	-0.094	(-0.236)	-0.100	(-0.277)		
dq2	0.056	(0.182)	0.047	(0.166)		
dq3	0.137	(0.946)	0.095	(0.647)		
dq4	0.062	(0.230)	0.048	(0.199)		
dq6	0.014	(0.025)	-0.002	(-0.003)		
dq7	-0.027	(-0.160)	-0.035	(-0.239)		
dq8	0.165	(0.730)	0.138	(0.636)		
dq9	0.171	(0.605)	0.132	(0.490)		
dq10	0.113	(0.986)	0.104	(0.835)		
dq12	0.101	(0.284)	0.096	(0.289)		
dq13	-0.029	(-0.141)	-0.020	(-0.106)		
dq14	0.045	(0.186)	0.026	(0.098)		
dpo1	-0.227	(-2.723)***	-0.241	(-3.289)***	-0.082	(-1.104)
ds1	0.012	(0.161)	0.015	(0.220)		
LN(Con)	-0.068	(-0.704)	-0.045	(-0.531)		
N_op	-0.010	(-0.110)	-0.018	(-0.217)	-0.054	(-0.716)
LN(MV)	-0.158	(-1.641)	-0.162	(-1.984)**	-0.235	(-3.128)***
MTBV	0.336	(4.127)***	0.317	(4.458)***	0.256	(3.404)***
β	-0.026	(-0.257)			0.178	(2.336)**
R^2 Corretto	0.167		0.175		0.105	
F	(2.542)***		(3.092)***		(4.782)***	
N	162		198		162	

*, **, *** indica che i coefficienti sono significativamente diversi da zero rispettivamente al 10%, 5% e all' 1%.

Conclusioni

A conclusione di questo elaborato ne riassumiamo brevemente i risultati principali.

Il primo anno di applicazione del *Regolamento dei Mercati Organizzati e Gestiti da Borsa Italiana S.p.A.* ha determinato la raccolta di 680 avvisi, ciascuno identificabile grazie ad un numero progressivo, e la registrazione di 5136 singole operazioni.

Dopo aver cumulato le transazioni registrate in ciascun avviso e dopo aver eliminato quelle operazioni che, a nostro avviso, avrebbero potuto inficiare i risultati, abbiamo ottenuto il campione finale, costituito da 464 osservazioni: 210 acquisti e 184 vendite.

In primo luogo, abbiamo suddiviso il campione costituito sulla base del segno della variazione della partecipazione azionaria registrata, sulla base della carica ricoperta dal soggetto operante e, successivamente, anche sulla base del tipo di comunicazione inviata (immediata o periodica). Relativamente ad ogni sottocampione creato abbiamo calcolato elementari statistiche descrittive (media, mediana, valore minimo, valore massimo). Dal momento che la nostra ricerca si pone come il primo studio in assoluto delle informazioni dichiarate negli avvisi raccolti da Borsa Italiana, fino ad ora mai aperti, letti o consultati, anche i risultati di queste semplici analisi possono essere di grande interesse agli occhi degli organi istituzionali orientati a comprendere le principali caratteristiche dei comportamenti decisi dagli insider in merito al possesso di partecipazioni azionarie.

Coerentemente con le nostre attese, abbiamo appurato una maggiore attività di trading da parte di coloro che, ricoprendo posizioni di potere, hanno un maggior accesso alle informazioni relative alla vita societaria al contrario di quelli che sono lontani dai vertici decisionali. In particolare, coloro che siedono nel consiglio di amministrazione, l'amministratore delegato e il presidente compiono il maggior numero di operazioni di acquisto, oggetto di comunicazioni sia immediate sia periodiche, e il maggior numero di operazioni di vendita, oggetto di comunicazioni immediate. D'altra parte, gli amministratori, l'amministratore delegato e

gli amministratori di società controllate compiono il maggior numero di operazioni di vendita, oggetto di comunicazioni periodiche. I dati relativi al numero di transazioni effettuate sono in gran parte confermati da quelli relativi all'importo medio delle transazioni poste in essere; in altre parole, le operazioni realizzate dai soggetti più attivi sono anche quelle contrassegnate in media dal maggior controvalore.

Per quel che riguarda, invece, l'orizzonte temporale le operazioni si concentrano nei mesi successivi alla fine di ogni trimestre Luglio (2° Trimestre) e Aprile (1° Trimestre). In secondo luogo, i soggetti tendono ad operare soprattutto nella seconda metà dell'anno e soprattutto nei mesi di Luglio, Ottobre, Settembre, Dicembre, mentre sembrano scarsamente attivi nei primi mesi dell'anno. Il secondo comportamento descritto potrebbe essere dettato dal fatto che il nostro studio è relativo al primo anno di applicazione del nuovo regolamento ossia potrebbe non essere rappresentativo di atteggiamenti sistematici da parte degli insider, ma motivato dall'esigenza degli stessi di posticipare la loro attività di trading al fine di comprendere meglio il nuovo quadro legislativo definito.

Relativamente al fattore tempo, importanti risultati sono prodotti anche dall'analisi dei diversi tipi di data contenuti negli avvisi di Borsa. La prima pagina di ogni comunicato riporta la data della sua pubblicazione dello stesso ossia il giorno in cui Borsa Italiana, dopo aver ricevuto dall'emittente notizia dell'avvenuta transazione, elabora il corrispondente avviso di borsa e lo inserisce nel NIS. All'interno di ogni avviso, in corrispondenza di ogni operazione è, invece, specificata la data effettiva di esecuzione. Nell'ambito del campione delle comunicazioni immediate, che in base alla nuova normativa devono essere inviate senza indugio, l'intervallo di tempo che intercorre tra la data effettiva dell'ultima transazione registrata in un avviso e la diffusione dello stesso al mercato è in media pari a 5 giorni (mediana= 3 giorni). Questo risultato sembra attestare il rispetto da parte degli insider degli obblighi di comunicazione imposti da Borsa Italiana che concede all'emittente tre giorni di borsa aperta dalla data della transazione per la divulgazione delle notizie al mercato. Il dato sorprende in quanto, a nostro avviso, il nuovo impianto normativo non può essere caratterizzato da elevati standard di efficienza

dal momento che non è stata ancora designata specificatamente l'autorità preposta alla verifica della concreta applicazione del regolamento in esame.

Per quel che riguarda il campione delle comunicazioni periodiche (n°135), che in base alla nuova normativa devono essere inviate entro il decimo giorno di borsa aperta successivo alla chiusura del trimestre solare di riferimento, l'intervallo di tempo precedentemente descritto è pari in media a 40 giorni (mediana=29 giorni). In altre parole, le operazioni di importi minori sono effettuate circa un mese prima rispetto alla scadenza del trimestre e, quindi, durante questo lasso temporale il mercato ignora la loro esecuzione.

Relativamente agli ultimi due sottocampioni (comunicazioni immediate e periodiche) in esame, abbiamo analizzato anche l'intervallo di tempo che intercorre tra la data della prima operazione registrata in ogni avviso e la data dell'ultima operazione. Nel primo caso il valore medio è pari a 8 giorni (mediana=2 giorni), mentre nel secondo caso il valore è superiore secondo le nostre aspettative e pari a 14 giorni (mediana=2 giorni). Questo dato testimonia la tendenza degli insider a non concentrare la loro attività di trading in pochi giorni ma a spalmarla su un periodo relativamente lungo probabilmente nel tentativo di non attirare l'attenzione dell'Autorità di Vigilanza, che potrebbe essere insospettita dal passaggio di consistenti volumi sul mercato.

Infine, abbiamo calcolato i rendimenti anomali seguendo prima una metodologia *Event Study* e replicando, poi, le strategie di portafoglio adottate dagli insider.

L'analisi basata sull'*Event Study*, a sua volta, si sviluppa in duplice direzione al fine di esaminare due diversi effetti.: un'analisi di breve periodo basata su dati giornalieri e relativa ai giorni intorno alla pubblicazione di ogni avviso sul sito web di Borsa Italiana e un'analisi di medio-lungo periodo basata su dati settimanali e estesa fino ai sei mesi successivi alla data effettiva delle transazioni selezionate. Il primo tipo di analisi si propone di verificare il contenuto informativo delle variazioni della partecipazione azionaria attuate dagli insider e il tipo di segnale inviato al mercato. Il secondo tipo di analisi vuole, invece, sottoporre a

verifica empirica l'ipotesi di efficienza del mercato italiano e, per questo, studia le performance dei titoli in un periodo successivo e sufficientemente lungo.

Nell'ambito del primo tipo di studio, il cui campione è caratterizzato dalle comunicazioni immediate aventi ad oggetto una sola ed unica operazione, non può essere rilevata alcuna forma di reazione del mercato in corrispondenza della data di pubblicazione di ogni avviso sul sito web di Borsa Italiana.

Nell'ambito del secondo tipo di ricerca basato su tutti gli avvisi caratterizzati da una sola operazione o da una serie di operazioni aventi lo stesso segno, i risultati più soddisfacenti sono stati ottenuti in relazione alle comunicazioni periodiche. Per quel che riguarda le operazioni di acquisto, gli insider rivelano un'apprezzabile capacità di identificare i titoli sottovalutati e adottano strategie profittevoli: i Car a un mese, tre mesi e sei mesi sono positivi, pari rispettivamente a 2.73%, 4.54% e 5.78% e statisticamente significativi. Relativamente alle operazioni di vendita, possiamo sottolineare che il Car relativo al mese precedente l'effettiva data della transazione è positivo, analogamente a quello relativo ai tre mesi precedenti la stessa, è pari a 6.07% e statisticamente significativo all'1%. I Car relativi ai tre mesi e ai sei mesi successivi la data dell'evento rappresentano un'ulteriore conferma della superiore conoscenza del reale valore dei titoli azionari posseduta dalle persone rilevanti; tali grandezze sono negative, pari rispettivamente a -4.39% e a -7.71%, anche se solo la seconda risulta statisticamente significativa al 10%.

La circostanza per cui le operazioni comunicate periodicamente sono più profittevoli rispetto a quelle che devono essere dichiarate senza indugio nell'ambito di entrambi i sottocampioni (positivo e negativo) appare interessante in quanto può indicare la tendenza da parte degli insider di operare per importi minori al fine di ottenere extra-rendimenti: la comunicazione periodica permette, infatti, di ritardare l'annuncio delle transazioni effettuate fino alla fine del trimestre di riferimento.

Nell'ambito dell'analisi di portafoglio domina l'assenza di qualsiasi rendimento anomalo positivo statisticamente significativo. Nonostante

questo, possiamo riconoscere i maggiori vantaggi conseguiti sull'orizzonte temporale più ampio (nove mesi invece che sei) e la maggiore profittabilità delle operazioni di acquisto rispetto a quelle di vendita. Questa differenza può essere giustificata dalla maggiore capacità informativa che spesso caratterizza le variazioni positive delle partecipazioni azionarie rispetto a quelle di segno opposto. In altre parole, nella maggior parte dei casi gli insider aumentano la loro quota per motivi puramente speculativi ossia mossi dalla volontà di sfruttare o un'informazione privilegiata in loro possesso o un errore di valutazione commesso dal mercato. Al contrario, i motivi che inducono gli stessi soggetti a vendere sono molteplici: possono essere ancora di tipo speculativo, possono essere relativi all'esigenza di ridurre una partecipazione azionaria ritenuta eccessiva ai fini del controllo della società oppure ad esigenze di diversificazione del portafoglio.

Infine, l'analisi di regressione fornisce gli ultimi interessanti risultati. Per la determinazione dei rendimenti anomali sia a sei mesi sia a nove mesi, sono variabili statisticamente significative il Market to Book, la variabile dummy che assume valore pari a uno nel caso di un portafoglio "corto" e il logaritmo naturale della capitalizzazione di mercato, anche se non è identico il segno del loro coefficiente. Il coefficiente della prima variabile è, infatti, positivo in quanto la presenza di rilevanti errori di valutazione da parte del mercato aumenta la possibilità da parte degli insider di ottenere extra-rendimenti grazie alle transazioni effettuate. Il segno della seconda grandezza è negativo a causa della maggiore capacità informativa rivelata dalle operazioni di acquisto rispetto a quelle di vendita. Infine, il coefficiente della terza variabile è, nuovamente, negativo in quanto rileva che le imprese di piccole dimensioni, caratterizzate da una limitata attività di *monitoring*, sono maggiormente soggette a fenomeni di abuso di informazioni privilegiate o di *mispricing*. In definitiva, possiamo affermare che dal punto di vista di un legislatore o di un qualsiasi organo istituzionale, i risultati ottenuti sembrano incoraggianti e soddisfacenti in quanto, a parte alcuni comportamenti statisticamente significativi, gli insider sembrano non ottenere extra-rendimenti attraverso le transazioni da loro effettuate e successivamente

comunicate. Questo risultato rappresenta, però, solo un punto di partenza in quanto in futuro sarà necessario verificare se gli insider adempiano realmente agli obblighi informativi previsti oppure se essi decidano di comunicare solo le transazioni non profittevoli ossia quelle attuate per motivi non speculativi. Si pone tale esigenza dal momento che gli avvisi raccolti da Borsa Italiana sono stati consultati per la prima volta proprio in occasione della stesura di tale elaborato a causa dell'assenza di un'autorità specifica designata al controllo del rispetto degli obblighi di comunicazione relativi all'Internal Dealing. Infine, questo studio potrebbe avere un'ulteriore appendice in una ricerca basata sulle operazioni inizialmente escluse dal campione ossia quelle aventi ad oggetto strumenti derivati e quelle compiute fuori mercato, capaci probabilmente di rivelare particolari comportamenti degli insider.

Bibliografia

Alpa G. e Capriglione F. (1998), *Commentario al Testo Unico*, Cedam, Milano.

Amatucci C. e Di Amato A. (1993), *Insider trading*, cap.2, pp.49-66, Giuffrè, Milano

Assonime (2001), “Proposta di direttiva del Parlamento Europeo e del Consiglio relativa all’abuso di informazioni privilegiate e alla manipolazione del mercato (abusi di mercato) [COM(2001)281]: valutazioni critiche”, *Note e Studi*, n°24.

Assonime (2003), “La disciplina dell’Internal Dealing: un esercizio di analisi economica del diritto”, *working paper*.

Assonime (2004), “Analisi dello stato di attuazione del codice di autodisciplina delle società quotate”, *Note e Studi*, n°57.

Assonime (2004), *Guida alla compilazione della relazione sulla corporate governance*.

Baccolini R., Ferretti R. e Lusignani G. (1991), “Informazioni privilegiate e dinamica delle quotazioni alla Borsa di Milano”, *Finanza, Imprese e Mercati*, n°2, pp.143-170.

Baesel J. e Stein G.R. (1979), “The Value of Information: Inferences from the Profitability of Insider Trading”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol.4, pp.553-571.

Bagliano F., Bavero C. e Nicodamo G. (2001), “Insider Trading, Traded Volume and Returns: the Italian Case”, *Quaderni del Centro “P.Baffi”*, n°145.

Bajo E. e Petracci B. (2004), "Variazioni della quota azionaria da parte degli insider: quale segnale per il mercato?", *Banca Impresa Società*, n°2.

Bertinetti G. (1996), *Comunicazione finanziaria aziendale e teoria della finanza*, Egea, Milano.

Bhattacharya U., Daouk H., Hall R.E. e Hausman J.A. (1974), "Estimation and Inference in Nonlinear Structural Models", *Annals of Economics and Social Measurement*, n°60, pp.401-424.

Bhattacharya U., Daouk H., Jorgenson B. e Kehr C. (2000), "When an Event is not an Event: the Curious Case of an Emerging Market", *Journal of Financial Economics*, n°55, pp.69-101.

Biesta M.A., Doeswijk R.Q. e Donker H.N. (2003), "The Profitability of Insider Trades in the Dutch Stock Market", *www.ssrn.com*.

Bini M. (2000), "Informazione societaria volontaria in Italia: le specificità e le prospettive di cambiamento", in *Informazione e valore* a cura di Guatri L. e Eccles R, Egea.

Borsa Italiana, Internal dealing, Recepimento della direttiva, Market Abuse, presentazione fatta a Settembre 2004.

Brealey R.A., Myers S e Sandri S. (2003), *Principi di finanza aziendale*, McGraw-Hill.

Brown S.J. e Warner S.J. (1980), "Measuring Security Price Performance", in *Journal of Financial Economics*, n°8, pp-205-258.

Brown S.J. e Warner S.J. (1985), "Using Daily Stock Returns, the case of Event Studies", in *Journal of Financial Economics*, n°14, pp.3-31.

Cappelletto R. (1999), *La valutazione della dinamica economica e finanziaria dell'impresa*, Forum (Editrice Universitaria Udinese).

Caprio L. (1990), "Gli studi sull'efficienza informative dei mercati dei capitali: il dibattito sull'evidenza empirica e i modelli teorici", *Finanza Imprese Mercati*, n°2.

Chakravarty S. e McCnneil (1999), "Does Insider Trading really Move Stock Prices?", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol.34, pp.191-209.

Chiappetta F. e Tofanelli M. (1993), *Informazione societaria e mercato mobiliare*, Giuffrè.

Cornell B. e Sirri E.R. (1992), "The Reaction of Investors and Stock Prices to Insider Trading", *Journal of Finance*, vol.47, pp.1031-1059.

Consob (2003), "La vigilanza sui mercati", in *Relazione annuale 2003*, pp. 85-89.

D'Amico G. (1999), "Note sull'informazione societaria nelle quotate e nelle piccole imprese", *Le Società*, n°1.

Del Brio E., De Miguel A. e Perote J. (2002), "An Investigation of Insider Trading in the Spanish Stock Market", *The Quarterly Review of Economics and Finance*, vol.42, n°1, pp.73-94.

Della Bella C. (1998), "La riforma dell'informazione societaria del T.U. della finanza (D.Lgs.24 febbraio 1998, n°58) e nel regolamento di attuazione della Consob concernente la disciplina degli emittenti", *Rivista Milanese di Economia*, n°65/66.

Dimson E. (1979), "Risk measurement when shares are subject to infrequent trading", *Journal of Financial Economics*, vol.7, pp.199-226.

Eccles R. e Lupone L. (2000), "Alla ricerca del valore: il divario informativo tra società e mercato. Il caso italiano", in *Informazione e valore* a cura di Guatri L. e Eccles R, Egea.

Eckbo B. e Smith D.C. (1998), "The Conditional Performance of Insider Trades", *Journal of Finance*, vol.53, pp.467-498.

Elliot J., Morse D. e Richardson G. (1984), "The Association between Insider Trading and Information Announcements", *Rand Journal of Economics*, n°15, pp.521-536.

Estrada J. e Pena J.I. (2002), "Empirical Evidence on the Impact of European Insider Trading Regulations", *Studies in Economics and Finance*, Spring, pp12-34

Eysell T.H. e Arshadi N., (1993), "Insiders, Outsiders, or Trend Chasers? An Investigation of Pre-takeover Transactions in the Shares of Target Firms", *Journal of Financial Research*, vol.16, pp.49-59.

Fama E. (1970), "Efficient Capital Markets: a Review of Theory and Empirical Work", in *Journal Finance*, vol.25, pp.383-417.

Fanni M. (2000), *Manuale di Finanza dell'impresa*, Giuffrè, Milano

Finnerty J. (1976), "Insiders and Market Efficiency", *Journal of Finance*, vol.31, pp.1141-1148.

Fowler D. J. e Rorke C.H. (1984), "Insider Trading Profits in the Canadian Equity Market", *Working Paper*, York University, Canada.

Freshfields (1998), *Insider trading: disciplina e prassi giurisprudenziale*.

Freshfields (2001), *Market abuse directive, EU commission proposal*.

Galli S. (1986), "Il caso Tomè e la repressione dell'insider trading negli Stati Uniti", in *Giurisprudenza Commerciale*, pp.716-749.

Givoly D. and Palmon D. (1985), "Insider Trading and the Exploitation of Inside Information : some Empirical Evidence", *Journal of Business*, vol.58, pp.69-87.

Glass G.A. (1966), *Extensive Insider Accumulation as an Indicator of Near-term Stock Price Performance*. Unpublished Ph.D. Dissertation in Ohio State University Library.

Gombola M.J., Lee H.W. e Liu F. (1999), "Further Evidence on Insider selling Prior to Seasoned Equity Offering Announcements: the Role of Growth Opportunities", *Journal of Business Finance and Accounting*, vol.26, pp.621-649.

Gregory A., Matatko J., Tonks I. e Purkiss R. (1994), "Uk Directors' Trading: the Impact of Dealings in Smaller Firms", *Economic Journal*, vol.104, n°422, Gennaio, pp.37-53

Gregory A., Matatko J. e Tonks I. (1997), " Detecting Information from Directors' Trades: Signal Definition and Variable Size Effects", *Journal of Business Finance and Accounting*, vol.24, pp.309-342.

Grossman S.J. (1986), "An Anlysis of the Role of Insider Trading on Futures Markets", in *Journal of Business*, vol.59, pag-129 e ss.

Grossman S.J. e Stiglitz J.E. (1980), "On the Impossibility of Informationally Efficient Markets", *American Economic Review*, n°70, Giugno.

Guatri L. (2000), *Informazione e valore*, Egea.

Gupta A. e Misra L. (1989), "Public Information and Pre-announcement Trading in Takeover Stocks", *Journal of Economics and Business*, n°41, pp.225-233.

Haddock D.D. e Macey J.R. (1987), "Regulation on Demand: A Private Interest Model, with an Application to Insider Trading Regulation", *Journal of Law and Economics*, vol.30, pp.311-352.

Holderness C. e Sheehan D.P. (1985), "Raiders or Saviors? The Evidence on Six Controversial Investors", *Journal of Financial Economics*, vol.14, pp.555-579.

Jaffe J.(1974), "Special Information and Insider Trading", *Bell Journal of Economics and Management Science*, vol.5, pp.93-121.

John K e Lang H.P. (1991), "Insider Trading and Dividend Announcements: Theory and Evidence". *Journal of Finance*, vol.46, pp.1361-1389.

Karpoff, J. e Lee D. (1991), "Insider Trading before New Issue Announcements", *Financial Management*, n°20, pp.18-26.

Kerr H.S. (1980), "The Battle of Insider Trading vs. Market Efficiency", *Journal of Portfolio Management*, pp.47-50.

King M. e Roell A. (1988), "Insider Trading", *Economic Policy*, vol.7, pp.163-193.

Lakonishok J. e Lee I. (2001), "Are Insider Trades Informative?", *The Review of Financial Studies*, vol.14, pp.79-111.

Lener R. (1999), "La diffusione delle informazioni "price sensitive" fra informazione societaria e informazione riservata", *Le Società*, n°2, pp.142-149.

Lin J. e Howe J.S. (1990), "Insider Trading in the OTC Market", *Journal of Finance*, vol.55, pp.1273-1284.

Linciano N. e Macchiati L. (2002), *Insider trading: una regolazione difficile*, Il Mulin, Bologna

Loderer, C.F. e Sheehan D.P. (1989), "Corporate Bankruptcy and Insiders' Self Serving Behaviour", *Journal of Finance*, n°44, pp.1059-1075.

Lorie J. e Niederhoffer V. (1968), "Predictive and Statistical Properties of Insider Trading", *Journal of Law and Economics*, vol.11, pp.35-51.

Madura J. e Wiant K.J. (1995), "Information Content of Bank Insider Trading", *Applied Financial Economics*, vol.5, pp.219-227.

Meulbroek L. (1992), "An Empirical Analysis of Illegal Insider Trading and the Stock Market", *Journal of Finance*, vol.47, pp.1661-1699.

Niehaus G. e Roth G., (1999), "Insider Trading, Equity Issues and CEO Turnover in Firms Subject to Securities Class Action", *Financial Management*, vol.28, pp.52-72.

Penman S.H. (1985), "Insider Trading and the Dissemination of Firms' Forecast Information", *Journal of Business*, vol.55, pp.479-503

Pope P.F., Morris R. C. e Peel D.A. (1990), "Insider Trading: Some Evidence on Market Efficiency and Directors' Share Dealings in Great Britain", *Journal of Business, Finance and Accounting*, vol.17, pp.359-380.

Pratt S. e De Vere C.W. (1970), *Relationship between Insider Trading and Rates of Return for NYSE Common Stocks, 1960-1966*. Unpublished Paper required in Modern Developments in Investment Management by Lorie J. H. and Brealy R., New York.

Rabitti Bedogni C. (1998), *Il Testo Unico dell'Intermediazione Finanziaria: commentario al D. lgs.24 febbraio 1998, n.58*, Giuffrè, Milano.

Rigotti M. (1999), "Informativa societaria", in *Intermediari finanziari mercati e società quotate* a cura di Patroni Griffi A., Sandulli M. e Santoro V., Giappichelli.

Rogoff D. (1964), *The Forecasting Properties of Insiders' Transactions*. Unpublished D.B.A. Dissertation in Michigan State University Library

Rosati A. (1996), "Informativa societaria e diffusione del valore: un'opportunità per le imprese quotate", *Rivista AIAF*, n°17.124.

Rozeff M. and Zaman M. (1988), "Market Efficiency and Insider Trading: New Evidence", *Journal of Business*, vol.6, pp.25-44.

Saltari E. (1990), *Informazione e teoria economica*, Il Mulino, Bologna.

Scholes M. e Williams J.T. (1977), "Estimating betas from nonsynchronous data", *Journal of Financial Economics*, vol.5, pp.309-327.

Seyhun H. N. (1986), "Insiders Profits, Costs of Trading and Market Efficiency", *Journal of Financial Economics*, vol.16, pp.189-212.

Sivakumar K. e Waymire G. (1994), "Insider Trading Following Material News Events: Evidence from Earnings", *Financial Management*, n°23, pp.23-32.

Vaciago C. e Verga G. (1995), *Efficienza e Stabilità dei mercati finanziari*, Il Mulino, Bologna.

Veronesi P.(2000), “How does Information Quality Affect Stock Returns?”, *Journal of Finance*, vol.55, pp.807-837.

Zanetti L. (2000), “Evoluzione della comunicazione al mercato in Italia: le cause dell’arretratezza e i nuovi strumenti per aumentare i divari”, in *Informazione e valore* a cura di Guatri L. e Eccles R, Egea.

Zannino S.D. (1999), “Brevi note alla regolamentazione dell’insider trading in Giappone”, *Il Diritto del Commercio Internazionale*, vol.13, fasc.2, pp.439-458.