



UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PADOVA
DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE ED AZIENDALI
"M.FANNO"

CORSO DI LAUREA IN ECONOMIA

PROVA FINALE

**Il fenomeno del "market abuse": problematiche concernenti l'informazione
e il contrasto a comportamenti illeciti**

RELATORE:

CH.MA PROF. CINZIA BALDAN

LAUREANDA: ALICE LEVORATO

MATRICOLA N. 1088851

ANNO ACCADEMICO 2016 – 2017

Indice

1	Introduzione	3
2	L'informazione nei mercati finanziari	4
2.1	L'ipotesi di mercato efficiente	4
2.2	Le asimmetrie informative	5
3	Il fenomeno del "market abuse": insider trading e manipolazione di mercato	7
3.1	L'insider trading	7
3.1.1	La misappropriation theory	8
3.1.2	Le informazioni privilegiate	9
3.2	La manipolazione di mercato	9
4	Insider trading e voluntary disclosure	11
4.1	La comunicazione – economico finanziaria	11
4.2	Informativa obbligatoria e informativa volontaria	13
4.2.1	Informativa obbligatoria o mandatory disclosure	13
4.2.2	Informativa volontaria o voluntary disclosure	14
4.3	Gli insiders e l'informativa volontaria: una scelta strategica di disclosure policies	15
5	Normativa italiana e statunitense riguardante i market abuse	18
5.1	Breve excursus storico sul divieto di insider trading in Italia	18
5.2	Le modifiche introdotte dal regolamento UE 2014/596/UE	20
5.3	La direttiva 57/2014 (MAD II)	22
5.4	Le sanzioni amministrative promosse dal MAR	23
5.5	Le sanzioni penali previste dalla MAD II e la responsabilità delle persone giuridiche	23
5.6	La storia dell'insider trading negli USA	24
5.7	Le sanzioni previste dall'ordinamento statunitense	26
6	Conclusioni	28
7	Bibliografia e sitografia	30

1 Introduzione

In una società sempre più collegata e complessa, la velocità, il giusto timing e le informazioni giocano un ruolo fondamentale per chi cerca di fare profitti, soprattutto nel mercato finanziario.

E' qui che i legislatori intervengono, cercando di garantire una parità di condizioni nella negoziazione, al fine di incentivare la fiducia degli investitori nel mercato.

Allo scopo di garantire tale parità, nel corso del tempo si è sentita la necessità di regolamentare quelle posizioni in cui un soggetto fa attività di trading sulla base di informazioni non disponibili al pubblico.

Tale regolamentazione ha messo alla luce la fattispecie dell'*insider trading*, la quale rientra nelle più grande categoria dei *market abuse*.

In questo lavoro si cerca di dare una panoramica sull'importanza delle informazioni nei mercati finanziari, definendo poi le fattispecie che rientrano negli abusi di mercato riguardante l'uso illecito o la manipolazione di tali informazioni.

L'elaborato è diviso in quattro capitoli. Nel primo capitolo vengono richiamate le teorie alla base delle quali si fonda poi l'analisi successiva: l'ipotesi di mercato efficiente in forma debole o semi-forte e le asimmetrie informative.

Nel secondo capitolo vengono definite le due tipologie di *market abuse*: *insider trading* e manipolazione di mercato.

Segue poi, nel terzo capitolo, l'informativa che uno tra i principali attori del mercato (l'impresa) fornisce al mercato stesso e come possa pure essa essere usata in modo manipolativo a vantaggio di certe categorie di investitori.

Infine si cerca di riassumere, nel quarto capitolo, le più importanti tappe della normativa italiana e statunitense in materia di *market abuse* in ottica comparativa.

2 L'informazione nei mercati finanziari

La valutazione degli strumenti finanziari riveste un ruolo chiave nell'attività di gestione del portafoglio titoli, da parte sia delle imprese che di qualunque investitore. Il metodo di valutazione di base si esplica nel valore attuale netto dei flussi di cassa futuri (VAN), le cui variabili indipendenti (ovvero i flussi di cassa stessi), realizzandosi nel futuro, possono condurre a discrepanze tra il valore teorizzato dal modello *ex ante* e i dati effettivi *ex post*. L'analisi finanziaria e la valutazione dei titoli integrano la valutazione derivante dal metodo del VAN con tutte le informazioni disponibili da report finanziari e altre risorse, comprendendo i profitti correnti e passati, per quantificare i futuri flussi di cassa ad un valore quanto più vicino al valore che si verrà a realizzare (Sunder, 2002).

In ipotesi di mercato efficiente, che implica VAN degli investimenti nullo e che il prezzo dei titoli rifletta sempre le informazioni rilevanti disponibili, il prezzo di un'azione equivale al valore attuale dei flussi di cassa attesi. Non ci sono, quindi, possibilità per l'arbitraggio e i relativi extraprofiti. Da ciò ne deriva che titoli con rischio finanziario equivalente dovrebbero avere lo stesso rendimento atteso (Berk e De Marzo, 2015, p.322).

2.1 L'ipotesi di mercato efficiente

Un mercato viene definito efficiente quando i prezzi vengono determinati tenendo conto di tutta l'informazione disponibile: il prezzo incorpora le aspettative di rendimento futuro. Se il mercato è efficiente, un investitore, per ottenere rendimenti più elevati deve accollarsi anche maggiori dosi di rischio, dato che, per ogni nuova informazione disponibile, il prezzo la integra prima che ci siano possibilità di arbitraggio per l'investitore.

Come enunciato da Fama nel 1970, l'efficienza informativa nei mercati può essere di 3 tipi:

- Efficienza in forma debole: l'informazione disponibile è esclusivamente la serie storica dei prezzi. In base a questo set limitato di informazioni l'andamento del prezzo delle azioni è casuale. Secondo la formula di Ross, Westerfield e Jaffe (1996) il prezzo di un'azione oggi equivale alla somma dell'ultimo prezzo osservato, il rendimento atteso dell'azione e da una componente casuale;
- Efficienza in forma semi-forte: i prezzi di mercato si modificano non solo in base all'informazione contenuta nella serie storica dei prezzi, ma anche incorporando

qualunque altra informazione pubblica disponibile. Le informazioni sono, anche in questo caso, conosciute e uguali per tutti i soggetti presenti nel mercato, nessuno può quindi raggiungere extra profitti.

- Efficienza in forma forte: i prezzi di mercato riflettono tutte le informazioni, anche quelle riservate. Anche informazioni rilevanti e nella disponibilità di pochi, modificano il prezzo, adeguandolo. Pure in questo caso, quindi, non c'è possibilità di ottenere un extra profitto.

Il risultato dello studio di Fama (1970) è a supporto dell'ipotesi che i mercati siano efficienti in forma debole e in forma semi-forte, l'efficienza in forma forte invece rimane più un benchmark per giudicare la deviazione dall'efficienza. Nel mercato reale l'accesso a informazioni da parte di un gruppo ristretto di soggetti (*insiders*) fa sì che essi possano trarre extra profitti dagli scambi, in quanto il prezzo di mercato non incorpora da subito le informazioni in loro possesso.

2.2 Le asimmetrie informative

Quando un individuo ha accesso a più informazioni rispetto ad altri soggetti presenti nel mercato si è in presenza di un'asimmetria informativa: i prezzi non riescono ad esprimere tutte le informazioni disponibili che sono distribuite in modo non omogeneo tra gli individui. Si possono configurare due diverse situazioni di asimmetria informativa, a seconda che esse si manifestino prima o dopo la stipulazione di un contratto.

Nel primo caso si parla di selezione avversa, cioè “il fenomeno per cui [...] la parte meno informata si trova a trattare con le persone sbagliate” (Kats *et al.*, 2010, p.519), l'asimmetria porta quindi gli individui meno informati a scelte errate. Emblematico è il caso del “market for lemons” trattato da Akerlof (1970). Nel secondo caso si parla di azzardo morale o *moral hazard*, vale a dire quando a fronte di un contratto firmato la controparte maggiormente informata si comporta in modo scorretto, confidando nell'incapacità di controllo da parte dell'altro contraente (Akerlof, 1970).

L'eliminazione delle asimmetrie informative è alla base di un mercato efficiente. Infatti: “la disponibilità di informazioni corrette, complete e tempestive consente agli investitori di effettuare stime plausibili sulle performance future delle imprese e allo stesso tempo di evitare di operare sul mercato in una posizione di svantaggio rispetto a controparti più informate” (Paulon, 2012).

Gli *insiders*, cioè chi entra in possesso di informazioni private e rilevanti prima che esse siano disponibili al mercato (gli *outsiders*) e che quindi i prezzi dei titoli si siano adeguati, sono tra le principali cause di inefficienza del mercato (Paulon, 2012).

3 Il fenomeno del “*market abuse*”: *insider trading* e manipolazione di mercato

Il funzionamento dei mercati finanziari si regge su un insieme di regole che servono a garantire l'efficienza, l'integrità e l'equità degli stessi. Gli operatori nel mercato devono, inoltre, avere fiducia in questi meccanismi di funzionamento; in assenza di essa ci sarebbe un disincentivo all'afflusso di capitale di rischio.

I mercati finanziari presentano asimmetrie informative, le quali creano una discrepanza tra il prezzo dell'azione e il valore effettivo dell'impresa emittente, in quanto le informazioni non sono distribuite in modo omogeneo, minando la fiducia dei soggetti che operano nei mercati. L'esistenza di asimmetrie lascia spazio a comportamenti opportunistici che violano l'integrità dei mercati. Questi comportamenti vengono definiti abusi di mercato o *market abuse*. Il termine comprende due diverse fattispecie, entrambe illecite: l'abuso di informazioni privilegiate (*insider trading*) e la manipolazione del mercato.

3.1 L'*insider trading*

La fattispecie dell'*insider trading*, inteso quale abuso di informazioni privilegiate, può verificarsi quando una persona in possesso di materiale di non pubblico dominio svolge un'attività di trading nei titoli della società, facendo profitti o evitando perdite. Le informazioni privilegiate, per essere tali, devono riuscire, se rese pubbliche, a modificare il prezzo di strumenti finanziari. (Seitzinger, 2016)

Come scritto da Fausto Giunta nel sito del Sole 24 Ore (data accesso: 20/08/2017), l'illiceità della condotta dell'*insider* nasce dal fatto che egli è in possesso di informazioni di mercato a causa di sue particolari situazioni soggettive, ad esempio i ruoli ricoperti all'interno di una società o l'esercizio di una qualche attività lavorativa.

All'interno della fattispecie di *insider trading* si distingue solitamente tra *insider* primari, cioè persone che acquisiscono le informazioni interne nell'esercizio dei loro doveri o della loro professione, e *insider* secondari, vale a dire coloro che sono venuti a conoscenza delle informazioni da un *insider* primario.

Come riportato nel sito della CONSOB¹ rientrano nell'abuso di informazioni privilegiate anche altre fattispecie:

- Il *tipping*, ossia la comunicazione a terzi delle informazioni senza giustificato motivo
- Il *tuyautage*, vale a dire la raccomandazione ad altri da parte dell'insider, di compiere determinate operazioni di compravendita su strumenti finanziari in base alle informazioni in suo possesso.

3.1.1 La *misappropriation theory*

Nel diritto statunitense viene riconosciuta un'ulteriore casistica di applicazione delle leggi alla base dell'*insider trading*: si tratta della *misappropriation theory*. Essa trova applicazione quando un soggetto utilizza un'informazione privilegiata di cui se ne è appropriato per uno scopo diverso da quello per cui se ne dispone. La responsabilità nei confronti degli investitori è data dalla rottura di un rapporto fiduciario tra *insider* e un altro soggetto, di solito il proprio datore di lavoro o un cliente (Caroli-Casavola, 2012).

Il modo in cui si ottiene il vantaggio informativo fa quindi nascere il dovere del *disclosure or abstain duty*, non più quindi l'esistenza di un rapporto fiduciario con la controparte (Caroli-Casavola, 2012).

Richiami alla *misappropriation theory* vengono fatti per la prima volta nel caso *Chiarella vs Stati Uniti*. Chiarella, addetto in una tipografia, usava le informazioni contenute negli opuscoli informativi di offerte d'acquisto di società che si appoggiavano alla tipografia dove lavorava per i servizi specializzati offerti, per operare in Borsa, ottenendo così un vantaggio informativo. La rottura del rapporto fiduciario non era più nei confronti delle parti della negoziazione ma tra Chiarella e il proprio datore di lavoro, il quale faceva affidamento alla sua riservatezza.

¹ “[...] Altre fattispecie di abuso di informazioni privilegiate consistono nel comunicare l'informazione a terzi senza giustificato motivo (*tipping*) e nel raccomandare ad altri, sulla base dell'informazione, di operare in una certa direzione su un determinato strumento finanziario (*tuyautage*). Questi ultimi divieti servono sia a prevenire abusi da parte di insider secondari, sia a ridurre il rischio di circolazione di *rumour*, la cui incerta veridicità è comunque foriera di più elevata volatilità dei prezzi di mercato” CONSOB, disponibile al link: <http://www.CONSOB.it/web/investor-education/mercati-finanziari> (data accesso: 20/08/2017)

3.1.2 Le informazioni privilegiate

Le caratteristiche che un'informazione deve avere per essere ritenuta privilegiata vengono definite nel regolamento UE n 596/2014 e riprese poi nella guida operativa sulla gestione delle informazioni privilegiate della CONSOB².

All'art 7 comma 1a) l'informazione privilegiata viene definita come: *“un'informazione avente un carattere preciso, che non è stata resa pubblica, concernente, direttamente o indirettamente, uno o più emittenti o uno o più strumenti finanziari, e che, se resa pubblica, potrebbe avere un effetto significativo sui prezzi di tali strumenti finanziari o sui prezzi di strumenti finanziari derivati collegati”*.

3.2 La manipolazione di mercato

A differenza dell'insider trading, che opera con informazioni privilegiate e veritiere, la manipolazione di mercato avviene quando vengono diffuse notizie false o quando vengono immessi nel mercato ordini o operazioni simulate capaci di alterare il normale processo di formazione dei prezzi. Nel primo caso si parla di manipolazione informativa, nel secondo di manipolazione operativa (GdF, Circolare 83607, 2012)

La manipolazione informativa può riguardare non solo le comunicazioni previste per legge ma anche tutti i tipi di diffusione di notizie, siano esse interviste, conferenze stampa o altre forme di comunicazione. Il reato può quindi essere commesso da chiunque possa in modo consapevole manipolare il mercato, non necessariamente *insider*.

La manipolazione operativa è realizzata attraverso operazioni nel mercato fuorvianti per gli altri soggetti che reagendo a questi nuovi input, sono capaci di far variare i prezzi a favore degli interessi del manipolatore (*misleading transaction*) o a fissarli a valori utili a quest'ultimo (*price positioning*) (<http://www.CONSOB.it/web/investor-education/mercati-finanziari>, 2017).

Un recente caso di presunta manipolazione di mercato che ha avuto risalto nella cronaca degli ultimi mesi è il caso che vede contrapporsi Mediaset e Vivendi. La

² Disponibile su:

www.CONSOB.it%2Fdocumenti%2FRegolamentazione%2Favori_preparatori%2FGuidaOperativa_gestione_20170406.pdf&usg=AFQjCNGKr4x5kOUQcY6TeVb_cRv8EImqhg (data accesso: 20/08/2017)

società francese operativa nel settore dei media è stata accusata di aver dato avvio ad un *hostile takeover* dopo aver indebolito il titolo in Borsa di Mediaset tramite la disdetta di un accordo riguardante l'acquisizione di Mediaset Premium, acquistando così le partecipazioni ad un prezzo ribassato.

Nonostante le due tipologie di manipolazione siano diverse nella Circolare 83607/2012 della GdF viene ricordato: “[...] *che non sempre il confine tra la manipolazione operativa e quella informativa è netto. In recenti indagini sono state riscontrate situazioni in cui le tecniche sopra menzionate sono state realizzate congiuntamente, al fine di raggiungere “obiettivi criminali” diversi*”.

4 Insider trading e *voluntary disclosure*

Le imprese, al fine di ottenere risorse necessarie per continuare ad operare nel mercato, devono ottenere legittimazione, fiducia e consenso da soggetti pronti a investire nelle stesse. Per fare ciò le aziende devono comunicare con gli stakeholder, per favorire l'interscambio informativo finalizzato da un lato all'esigenza degli investitori ad avere informazioni circa l'andamento aziendale e quindi capire se l'azienda soddisfa le proprie attese, dall'altro a costruire un'immagine aziendale forte e attrattiva (Favotto *et al.*, 2012).

In base all'oggetto della comunicazione si tende a distinguere in quattro aree distinte: commerciale, istituzionale, gestionale ed economico – finanziaria.

Mentre le prime tre aree si rivolgono a interlocutori ben definiti, rispettivamente: i clienti per la comunicazione commerciale, i pubblici esterni ed interni per la comunicazione istituzionale e i soggetti direttamente o indirettamente coinvolti nella gestione dell'azienda per la comunicazione gestionale, la comunicazione economica si rivolge a tutti gli interlocutori sociali (Favotto *et al.*, 2012).

Nella comunicazione economico-finanziaria si distingue tra informativa obbligatoria (*mandatory disclosure*) e informativa volontaria (*voluntary disclosure*). Vista l'importanza che ricoprono le informazioni nei mercati finanziari ci si può chiedere in che modo l'informativa volontaria può costituire un vantaggio per gli *insider* e la relazione che intercorre tra *insider* e le informazioni divulgate.

4.1 La comunicazione – economico finanziaria

La comunicazione economico-finanziaria è la parte di comunicazione d'impresa effettuata attraverso qualsiasi canale di diffusione che, rivolgendosi a tutti gli interlocutori sociali, trasmette informazioni riguardanti l'assetto reddituale, finanziario e patrimoniale dell'impresa. L'obiettivo di questo tipo di comunicazione non è la mera divulgazione di performance passate dell'impresa, ma comprende le prospettive economiche future, dando così notizia ai finanziatori delle capacità e modalità con cui essa si prefigge di creare nuova ricchezza, in quanto per costoro non è rilevante unicamente lo stato attuale dell'azienda, ma anche le dinamiche aziendali future (Paulon, 2012; Favotto *et al.*, 2012).

E' opportuno precisare che, mentre l'informazione economica si concentra principalmente su dati e notizie relative a situazioni di equilibrio aziendale, puntando a migliorare l'immagine e la notorietà aziendale, nonché creare consenso riguardo l'indirizzo strategico scelto; la comunicazione finanziaria si rivolge ai mercati finanziari, strumentali alla raccolta di risorse e riguarda qualsiasi tipo di informazione capace di influenzare il prezzo delle azioni, in definitiva è uno strumento di dialogo con il mercato dei capitali. Nel mercato delle società quotate la comunicazione finanziaria non qualifica cosa viene trasmesso e con che mezzo, ma piuttosto gli interlocutori, cioè chi sono i destinatari della comunicazione (Favotto *et al.*, 2012)

L'informazione finanziaria deriva da quella economica, appoggiandosi a prospetti economico-finanziari tra i quali bilanci e rendiconti, utili per il mercato dei capitali a definire il rischio che l'impresa vuole condividere con esso. La comunicazione non è unilaterale: l'impresa condivide le informazioni con il mercato e ne riceve feedback, sotto forma di consenso o meno alla gestione dell'impresa e governo della stessa, dopo una valutazione del rischio da parte dagli operatori del mercato (Paulon, 2012; Colombi, 2012).

L'approccio alla comunicazione economico-finanziaria ha subito dei mutamenti e assunto rilevanza solamente in tempi recenti: fino agli anni '70 la divulgazione di notizie verso stakeholder esterni veniva ricondotta alla violazione della riservatezza aziendale. Pochi erano i documenti resi disponibili a fini informativi per gli interlocutori esterni, tra questi il bilancio d'esercizio, che però presentando ampi spazi di discrezionalità per i redattori ed essendo un documento strettamente tecnico riduceva la sua valenza informativa, che era quindi abbastanza scarna per coloro che cercavano informazioni significative relative all'andamento aziendale, sempre che non si accontentassero di dati aggregati, spesso di difficile interpretazione. Dagli anni '80 la comunicazione economica e finanziaria inizia ad assumere importanza e valenza strategica: la maggiore dipendenza dal mondo finanziario, data anche dalla diffusione dei fondi comuni d'investimento, le crescenti dimensioni aziendali e la maggiore cultura economica favoriscono una concezione non più "minimalista" della comunicazione aziendale, volta solo alla predisposizione dei documenti imposti dalla normativa, ma anche ad essere uno strumento di mobilitazione di risorse necessarie all'azienda. In un contesto ambientale dove la pressione competitiva è in crescita, guadagnare notorietà e fiducia agli occhi degli investitori interagendo maggiormente con l'esterno, diventa una condizione necessaria per rimanere nel mercato, il quale premia le aziende che presentino strategie precise e prospettive di sviluppo di lungo periodo chiare, capaci quindi di

gestire le relazioni con gli stakeholder in modo vantaggioso (Colombi, 2012; Favotto *et al.*,2012; Paulon, 2012).

Nonostante questo cambio di tendenza per quel che riguarda la comunicazione economico – finanziaria, ora vista maggiormente come un’opportunità per ottenere la fiducia dei mercati e, in definitiva, capitale da investire nell’azienda, le imprese spesso presentano una comunicazione esterna scarsa, impegnandosi in una politica di trasparenza solo se necessario a realizzare determinati obiettivi aziendali (Paulon, 2012; Colombi, 2012).

La comunicazione per essere utile deve, oltre ad essere utile e credibile, essere chiara. Non necessariamente tante informazioni sono chiare, quantità non è sinonimo di qualità; inoltre una maggiore qualità delle informazioni permette una riduzione delle asimmetrie informative. Le *disclosure* assumono una maggiore importanza nelle situazioni di maggiore incertezza, andando a tranquillizzare gli investitori (Paulon, 2012).

4.2 Informativa obbligatoria e informativa volontaria

Le informazioni messe a disposizione degli stakeholder da parte dell’azienda possono derivare da un obbligo normativo o per volontà dell’impresa stessa.

4.2.1 Informativa obbligatoria o *mandatory disclosure*

La comunicazione economica divulgata ai vari interlocutori a seguito di vincoli legislativi e regolamentari prende il nome di informativa obbligatoria. Quest’ultima comprende il bilancio annuale d’esercizio e le relazioni periodiche delle società quotate.

La finalità di inserire obblighi di informativa minima a livello legislativo risponde all’esigenza di ridurre le asimmetrie informative e, in ultima analisi, fornire agli investitori (e più in generale tutti gli stakeholder) elementi per valutare i propri investimenti e lo stato di salute dell’impresa, insieme alla sua capacità di generare profitti.

Un’ulteriore motivazione a sostegno della necessità di avere una *mandatory disclosure* consiste nel fatto che i soggetti interni hanno un migliore accesso agli andamenti societari e sanno le reali intenzioni del management, producendo così le informazioni ad un costo minore rispetto a soggetti esterni, che dovrebbero sostenere un sacrificio maggiore per poter accedere ad esse.

L'obbligo informativo esistente a capo dell'impresa si ritiene soddisfatto quando le informazioni vengono rese disponibili nelle modalità descritte dalla normativa. Nelle società quotate l'informativa obbligatoria è ampliata, dovendo esse interagire con un numero superiore di interlocutori in un sistema più articolato.

Tra le informazioni che le società quotate hanno l'obbligo di fornire rientrano le *price sensitive information*, cioè tutte le informazioni che se rese pubbliche possono influenzare sensibilmente il prezzo degli strumenti finanziari. Per quel che riguarda la normativa italiana tali informazioni devono essere immediatamente comunicate al mercato tramite comunicato stampa diffuso dalla CONSOB, Borsa italiana e due agenzie di stampa. Il comunicato deve essere successivamente integrato da un'informativa analitica (Colombi, 2012; Favotto *et al.*, 2012; Paulon, 2012).

4.2.2 Informativa volontaria o *voluntary disclosure*

L'integrazione e arricchimento, da parte dell'azienda, dell'informativa obbligatoria divulgando informazioni non prettamente legate all'assoluzione di un obbligo normativo, viene identificata come informativa volontaria. Non necessariamente la *disclosure* volontaria si riconduce alla mera divulgazione di informazioni non obbligatorie, ma anche all'ampliamento delle informazioni imposte per legge. Questo rende il confine tra informativa volontaria e obbligatoria labile, in quanto la prima può riguardare l'interpretazione usata dall'impresa sul contenuto dell'obbligo informativo. E' quindi decisione dell'impresa se attenersi strettamente a gli obblighi imposti per legge o ampliare, a favore dei vari portatori di interesse, le informazioni messe a disposizione (Favotto *et al.*, 2012).

Il mercato finanziario, essendo influenzato dalle politiche di *disclosure*, favorisce le imprese che presentano una maggiore trasparenza informativa, che riescono perciò a trasmettere in modo più efficace la propria immagine aziendale e soddisfano i bisogni informativi degli stakeholder, i quali apprezzano le comunicazioni inerenti alla strategia aziendale, considerandola utile a carpire lo stato di salute dell'impresa, l'affidabilità della *governance* e la sua capacità di valorizzare le risorse da loro apportate (Favotto *et al.*, 2012) (Paulon, 2012).

Le principali aree sviluppate dall'informativa volontaria comprendono: la strategia aziendale, le informazioni di dettaglio dell'assetto economico aziendale, le informazioni previsionali (*forward looking information*, divisa a sua volta in *forecasts* e *projections*), le performance socio-ambientali, il patrimonio intangibile dell'impresa (Favotto *et al.*, 2012).

Nonostante il mercato sostenga le imprese che favoriscono la *disclosure* di informazioni, essa può comportare dei costi soprattutto riguardanti la competitività aziendale, derivanti dalla possibile perdita di competitività dovuta al maggior numero di informazioni rese disponibili ai concorrenti, e i *bargaining cost*, tra i quali rientrano i *litigation cost*, dati dal maggior potere contrattuale che clienti, fornitori e collaboratori ottengono derivante da un maggior livello di informazioni (Favotto *et al.*, 2012).

4.3 Gli *insiders* e l'informativa volontaria: una scelta strategica di *disclosure policies*

Fatti salvi gli obblighi normativi relativi alla *mandatory disclosure* non esiste alcun vincolo significativo per quel che riguarda l'informativa volontaria, lasciando quindi ampio spazio ai manager e ai corporate insider riguardo alla scelta di quando e quanto divulgare.

I manager, come viene generalmente accettato, hanno accesso a informazioni private prima del resto degli investitori, con le quali possono agire nel mercato dei titoli usando queste informazioni per negoziare sui loro titoli in maniera proficua. Inoltre la loro sensibilità allo stipendio legato alla produttività è correlato positivamente al grado di *disclosure* manageriale: maggiore è la loro sensibilità alla *pay performance* maggiore sarà il grado di *disclosure*, in quanto trasmettendo l'informazione il compenso che riceverà sarà maggiore del profitto derivante dallo scambio in caso di non divulgazione delle informazioni, se invece il compenso è inferiore ai possibili profitti derivanti dall'*insider trading* il manager non divulgherà l'informazione per poter mantenere il vantaggio informativo rispetto al mercato. Per arginare questo fenomeno la normativa contro l'*insider trading* mira a aumentare il livello di *disclosure*, in modo da migliorare l'efficienza informativa dei prezzi (Narayanan, 2000).

Lo studio prodotto da Cheng e Lo del 2006 mette in evidenza che gli *insiders* scelgono in modo strategico quando divulgare le informazioni per massimizzare i loro profitti derivanti dall'attività di *trading* posti in essere, dal momento che, dopo la *disclosure*, il mercato reagirà con un cambio nel prezzo delle *securities* adattando i prezzi alle nuove informazioni rese disponibili. Nella loro ricerca, Cheng e Lo hanno trovato una forte e solida correlazione tra gli acquisti di azioni da parte dei *corporate insider* e l'attività di apertura informativa. L'aumento degli acquisti di azioni sono solitamente preceduti da previsioni di brutte notizie, in modo da diminuire il prezzo di acquisto delle stesse e quindi poterle comprare ad un prezzo minore.

Anche se, in caso di sostanziale crescita del rischio di *litigation cost*, la relazione tra *insider trading* e *disclosure* diventa non significativa.

Confermando ed estendendo studi precedenti, sono arrivati alla conclusione che i manager scelgono in modo strategico il momento dei loro acquisti e degli ordini di vendita in relazione al momento della divulgazione dell'informativa volontaria, in modo tale da accrescere i propri profitti derivanti dagli scambi. In particolare si sono registrate quattro situazioni distinte:

- 1) Gli acquisti effettuati prima della *disclosure* di buone notizie sono maggiori rispetto a gli acquisti prima di brutte notizie;
- 2) Gli acquisti effettuati dopo la *disclosure* di cattive notizie sono maggiori degli acquisti dopo buone notizie;
- 3) Le vendite effettuate prima della *disclosure* di buone notizie sono minori di quelle effettuate prima della *disclosure* di cattive notizie;
- 4) Le vendite effettuate dopo aver comunicato brutte notizie sono minori delle vendite compiute dopo buone notizie.

Ricordando la basilare regola degli investimenti, conviene comprare quando il prezzo del titolo è basso e ci si aspetta che poi aumenti, mentre conviene vendere quando il prezzo è alto e le aspettative indicano che è in procinto di diminuire al fine di massimizzare il proprio profitto.

Sfruttando questa regola si possono agilmente interpretare i risultati ottenuti da Cheng e Lo: nel primo caso, dopo il rilascio di una buona notizia è probabile che il prezzo della *security* a cui l'informazione è riferita registri un aumento, al contrario dopo una brutta notizia è probabile che il prezzo del titolo subisca una riduzione. Per questo al manager conviene acquistare se ha buone notizie da divulgare per poi vendere, come supportato dal quarto risultato, dopo aver comunicato le suddette notizie. Il differenziale tra il prezzo di acquisto e di vendita diventa profitto derivante dal *trading* ed è tanto maggiore quanto maggiore è l'effetto dell'informazione sul prezzo.

Nel secondo e terzo caso la giustificazione di tali risultati è uguale ai casi appena trattati: se il manager deve comunicare una brutta notizia al mercato allora gli converrà vendere le azioni prima, aspettandosi un abbassamento del prezzo, per poi comprarle in un momento successivo alla *disclosure*.

Per evitare il rischio di essere sottoposti ad azioni governative, azioni collettive da parte degli azionisti e pubblicità avversa ma, nel contempo, continuare a fare profitti, gli

insider tendono a spostare la loro attività di *trading* in un tempo che precede la *disclosure* da nove mesi a due anni (Ke *et al.*, 2002)

In linea generale le varie normative, da quella americana a quella europea, hanno tentato di mettere un freno a queste pratiche scorrette di *insider trading* rendendo più trasparenti le azioni dei manager costringendoli a comunicare i propri investimenti *ex post*. Come puntualizzato da John e Narayanan (1997) gli insider potrebbero però manipolare il mercato facendo attività di *trading* contro la propria informazione (ad esempio comprando quando si hanno brutte notizie, invece di vendere) al fine di mantenere il vantaggio informativo più a lungo e così aumentare i propri profitti in tempi successivi compiendo azioni nella giusta direzione. I profitti così ottenuti riescono a superare le perdite subite negli stadi iniziali. Infatti se l'*insider* ha una cattiva notizia, prima di divulgarla potrebbe comprare azioni, facendo così credere al mercato che lui abbia in realtà una buona notizia, spingendo i prezzi a salire. In un secondo momento conduce azioni anche nella giusta direzione, vale a dire vendendo. Al momento dell'annuncio della cattiva notizia i prezzi si abbassano e il profitto pervenuto all'*insider* sarà maggiore di quello che avrebbe ottenuto operando dall'inizio nella giusta direzione.

Una conseguenza di queste pratiche scorrette è una minore efficienza del mercato dovuta alle ambigue *disclosure* sulle attività di *trading* dell'*insider*.

5 La normativa italiana e statunitense riguardante i *market abuse*

5.1 Breve excursus storico sul divieto di *insider trading* in Italia

L'introduzione e l'evoluzione della fattispecie di reato di *insider trading* ha storia recente in Italia ed è strettamente legata al suo sviluppo a livello comunitario. In Europa fa la sua comparsa per la prima volta una direttiva che regola l'*insider trading* nel 1989 (la 89/592/CEE), con l'obiettivo di creare un mercato finanziario unico, con regole omogenee e che miri alla repressione del fenomeno in modo uniforme. La direttiva, che definiva le informazioni privilegiate, le categorie di *insiders* e le condotte punibili, venne recepita in Italia con la legge n. 157 del 1991 (Brusegan, 2013).

La direttiva dell'89, e conseguentemente anche la legge italiana, si basa principalmente sui concetti di *market egalitarianism* (che presuppone il raggiungimento di una condizione di *par condicio* informativa in capo a tutti i soggetti che operano nel mercato mobiliare) e *parity of information*, in quanto si riteneva che il buon funzionamento del mercato derivasse in buona parte dalla fiducia che esso ispirava agli investitori. La presenza di soggetti che pongono in essere operazioni nel mercato in condizioni di vantaggio, derivanti dal possesso di informazioni privilegiate, minano questa fiducia. Lo scopo che la legge 157/91 si prefiggeva era quindi quello di garantire parità di condizioni tra gli operatori nel mercato e protezione dall'uso illecito di informazioni privilegiate da parte degli investitori (Caroli-Casavola, 2012).

Con l'approvazione nel 1998 del d.lgs. 58 "Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria" (TUF) la precedente legge fu abrogata e sostituita riformulando le due fattispecie punibili, rafforzando il momento ispettivo, aggiungendo sanzioni accessorie e norme procedurali. Dopo le modifiche, parte della dottrina puntualizzò che l'assenza di altre sanzioni pecuniarie di carattere amministrativo da affiancare alle già esistenti sanzioni penali avrebbero giovato alla celerità degli interventi e alla trasparenza del mercato, data la loro più immediata applicazione (Bonin, 2015).

Nel 2003 per adeguare la normativa a gli sviluppi avvenuti nel mercato finanziario e per armonizzare le normative tra i vari Stati membri, garantendo un comune quadro giuridico di riferimento, venne emanata la direttiva 2003/6/CE "*Market Abuse Directive*" (MAD).

Tale direttiva venne emanata seguendo la cosiddetta procedura *Lamfalussy*, utilizzata per la prima volta in quella sede. La procedura prevede l'espressione dei principi generali in una direttiva di primo livello (definita "quadro") emanata dal Parlamento europeo e dal

Consiglio, alla quale segue una direttiva di secondo livello contenente misure attuative della Commissione europea riguardanti la prima direttiva (nel nostro caso la 2003/6/CE). Alle direttive seguono attività di cooperazione e coordinamento tra le autorità di regolamento e vigilanza sui mercati finanziari degli Stati membri seguiti dalla verifica, a cura della Commissione, riguardo alla corretta attuazione della normativa. Questo sistema, prevedendo uno schema rigido, consente di lasciare poca discrezionalità ai legislatori di ciascuno Stato membro (Bonin, 2015; Caroli-Casavola, 2012).

Con la MAD viene introdotto un modello repressivo di tipo amministrativo che affianca le sanzioni penali già esistenti, creando quindi un doppio binario sanzionatorio, e facendo sì che i compiti di vigilanza e repressione fossero riuniti in capo ad un unico soggetto: le Autorità amministrative di vigilanza sul mercato dei singoli Paesi. In Italia la direttiva venne recepita nel nostro ordinamento solamente nel 2005 con la legge n. 62, che andava così a modificare e integrare il TUF. Tra le varie modifiche spicca la definizione di informazione di privilegiata contenuta nell'art.181, la maggiore specificazione degli obblighi riguardanti l'informativa societaria a carico degli emittenti e il conferimento di maggiori poteri di vigilanza e indagine alla CONSOB in aggiunta ai poteri sanzionatori, venendo quindi riconosciuta dalla MAD come autorità amministrativa indipendente (Bonin, 2015; Caroli-Casavola, 2012).

L'avvento di nuove piattaforme e strumenti finanziari in aggiunta alla crisi economica scoppiata 2007 hanno reso necessaria una revisione della MAD al fine di garantire mercati trasparenti e corretti. La normativa preesistente infatti presentava lacune per l'aspetto relativo all'agire sui mercati finanziari, causando disomogeneità all'interno dell'Unione per quel che riguarda le definizioni dei comportamenti che danno origine all'illecito e le relative sanzioni, nonché una non sufficiente capacità dissuasiva. La differenza di trattamento da un Paese dell'Unione all'altro creava possibilità per il soggetto che pone in essere la condotta vietata dalla normativa di realizzare gli illeciti negli ordinamenti interni più clementi, rendendo meno efficace la repressione di tali fenomeni (Brusegan, 2013).

Al fine di omogeneizzare le sanzioni penali e garantire l'integrità dei mercati all'interno dell'UE, nel 2012 la Commissione europea ha sviluppato due proposte: una Direttiva e un Regolamento. La Direttiva 2014/57/UE (MAD2, pubblicata nella GU dell'UE il 12/06/2014, recepita in Italia il 30/06/2015) punta all'implementazione dell'ambito penale, mentre il profilo amministrativo diviene di competenza del Regolamento 2014/596/UE (MAR, entrato in vigore il 03/07/2016) (Brusegan, 2013)

Con l'abrogazione della MAD del 2003, e delle direttive di coordinamento ad essa collegate, ad opera del Regolamento 2014/596/UE, si uniformano le normative europee bypassando il problema della troppa discrezionalità lasciata ai legislatori nazionali dalla MAD, data l'immediata applicabilità dei regolamenti, a differenza delle direttive che, invece, richiedono provvedimenti legislativi nazionali di attuazione (Bonin, 2015).

5.2 Le modifiche introdotte dal regolamento UE 2014/596/UE

L'introduzione del Regolamento ha apportato modifiche o integrazioni rispetto alla MAD nello scenario giuridico europeo e, in seconda battuta, quello italiano.

La definizione di informazione privilegiata rimane invariata, così come era contenuta nella Direttiva del 2003, con l'unica aggiunta di una definizione più dettagliata del carattere preciso dell'informazione. Nell'articolo 10 viene riportato cosa si intende per comunicazione illecita di informazioni privilegiate, mentre all'articolo 14 viene riportato il divieto di abusare di tali informazioni oppure di raccomandare ad altri comportamenti in base alle informazioni privilegiate o comunicare in modo illecito informazioni. Vengono quindi riconosciute come reati le fattispecie di *tipping* e *tuyautage*. Nel *tipping* la normativa rimane quindi invariata: la responsabilità penale rimane a capo dell'insider, mentre colui che riceve l'informazione è punibile solo per illecito amministrativo (Bonin, 2015; Brusegan, 2012).

Vengono introdotte novità riguardanti le attività di *trading*, infatti la revoca o la modifica di ordini riguardanti gli strumenti finanziari a cui le informazioni si riferiscono rientrano nella fattispecie di *insider trading* se tali ordini erano stati effettuati prima di entrare in possesso delle informazioni privilegiate. Viene specificato che qualsiasi modifica degli ordini successiva all'acquisizione dell'informazione privilegiata viene intesa come presunto reato. Mentre gli ordini semplicemente immessi prima di ottenere l'*insider information* non configurano tra i presupposti di reato di *insider trading*.

Oltre alla definizione dei *market abuse*, nel MAR vengono introdotte anche condotte legittime, come la predisposizione di sondaggi di mercato, delineati nel Considerando 32 del Regolamento 596/2014, i quali però, vista l'importanza che ricoprono nell'intercettare gli interessi del mercato, sono sottoposti ad obblighi di condotta, mentre nell'art 11 del MAR vengono indicati i soggetti che possono predisporli (Bonin, 2015).

Per quel che riguarda i derivati su merci, viene stabilito che gli emittenti dei derivati debbano raccogliere e pubblicare tutte le informazioni *price sensitive* riguardanti la merce al quale il derivato si riferisce. Permane comunque l'obbligo di *disclosure* delle informazioni privilegiate da parte degli emittenti da eseguire il prima possibile al fine di evitare, o perlomeno ridurre, le asimmetrie informative e lo sfruttamento da parte di solo alcuni soggetti delle stesse. Le autorità competenti, in Italia la CONSOB, devono essere informate solo al momento della pubblicazione delle informazioni (Bonin, 2015).

Ci sono però due ipotesi dove è prevista la possibilità di ritardare la pubblicazione, al fine di salvaguardare la stabilità del sistema finanziario:

- Se delle informazioni hanno rilevanza sistemica, cioè che possano mettere a rischio il funzionamento del sistema provocando una sorta di “effetto domino”, allora è richiesta una autorizzazione *ex ante* da parte della autorità come definito nell'art 17 (5) del MAR;
- Nel secondo caso la comunicazione delle informazioni può essere ritardata, sotto la responsabilità del soggetto emittente, a patto che:
 - “a) la comunicazione immediata pregiudicherebbe probabilmente i legittimi interessi dell'emittente o del partecipante al mercato delle quote di emissioni;
 - b) il ritardo nella comunicazione probabilmente non avrebbe l'effetto di fuorviare il pubblico;
 - c) l'emittente o il partecipante al mercato delle quote di emissioni è in grado di garantire la riservatezza di tali informazioni” [art. 17 (4) MAR]

Gli emittenti e le persone che agiscono in nome e per conto di essi devono inoltre predisporre un *Insider List*, vale a dire un elenco di persone che hanno accesso alle informazioni privilegiate, tenendolo aggiornato e trasmettendolo all'autorità competente, se richiesto ai fini di attività investigativa.

Oltre a modifiche apportate alla condotta illecita dell'*insider trading*, il MAR ha anche riguardato un'altra fattispecie di reato: la manipolazione di mercato.

Con l'introduzione del Regolamento 596/2014 rientra tra le condotte punibili anche il tentativo di porre in essere la manipolazione e l'estensione dell'applicabilità della normativa ai mercati OTC (*over the counter*) oltre a quelli regolamentati.

Nove sono le tipologie di attività riconosciute dall'art. 12 del MAR come manipolazione di mercato, tre delle quali aggiunte a quelle già riconosciute dalla precedente MAD. Le nuove fattispecie introdotte riguardano la manipolazione dei *benchmark*; l'inoltro di

ordini in una sede di negoziazione con lo scopo di modificare il prezzo o lanciare messaggi fuorvianti sulla domanda - offerta dello strumento; l'acquisto o vendita sul mercato secondario in anticipo rispetto alle normali aste.

Nel testo normativo viene inoltre inserita l'attività di *Whistleblowing*, cioè la pratica di chi denuncia alle attività illecite messe in atto all'interno di banche, intermediari finanziari o società quotate. A protezione di queste persone in Italia sono state inserite leggi parziali, la prima delle quali risale al 2012 ed è limitata alla pubblica amministrazione, che ha portato alla nascita dell'Autorità nazionale anticorruzione (A.N.AC.) che si occupa di ricevere le segnalazioni (Bonin, 2015).

5.3 La direttiva 57/2014 (MAD II)

Mentre il profilo amministrativo viene regolamentato dal MAR, la MAD II, composta da 15 articoli, si occupa di individuare le sanzioni penali minime da applicare in tutti gli Stati membri in caso di violazione della normativa regolamentare riguardante i *market abuse*.

Il fine della Direttiva è quindi l'uniformazione del trattamento amministrativo e penale allo scopo di implementare la prevenzione dei fenomeni illeciti. Una repressione dei fenomeni legati al *market abuse* senza coordinamento fra i Paesi dell'Unione risulterebbe inefficace dato il carattere sempre più transnazionale degli scambi che avvengono nei mercati finanziari. Il diverso trattamento riservato all'illecito da uno Stato all'altro, porterebbe i soggetti a scegliere il Paese che presenta sanzioni minori come base per gli scambi, eludendo così le norme a protezione del mercato e delle persone che ci operano (Brusegan, 2013; Bonin, 2015).

Tra le novità a livello sanzionatorio spicca l'art. 3 della MAD II, dove viene stabilito che gli *insiders* secondari, cioè chi ottiene informazioni privilegiate in circostanze diverse da quelle previste e siano a conoscenza del carattere di privilegiate di quelle informazioni, siano sottoposti a sanzioni penali. Questo si discosta molto dalla normativa italiana vigente prima della direttiva che sanzionava solo come illecito amministrativo tale posizione.

5.4 Le sanzioni amministrative promosse dal MAR

Rispetto al panorama sanzionatorio che si presentava con la direttiva 2003/6/CE che prevedeva sanzioni di natura amministrativa per scoraggiare condotte di *market abuse*, mentre rimetteva alla discrezione di ciascun Paese la scelta di affiancare anche sanzioni penali, dopo l'approvazione e l'entrata in vigore del MAR, e MAD II, lo scenario si caratterizza per una visione rovesciata rispetto alla normativa precedente: le sanzioni penali sono obbligatorie, mentre agli Stati spetta la possibilità di prevedere ulteriori sanzioni amministrative. Il diritto penale quindi regola i casi più gravi, lasciando le sanzioni amministrative per i fatti meno gravi o senza dolo intenzionale (Brusegan, 2013).

Le sanzioni amministrative pecuniarie massime trovano il limite nel MAR, in quanto per i reati più gravi verrà affiancata la sanzione penale prevista dal MAD II.

Per le persone fisiche:

- a) Massimo 5 milioni di euro per reati di *insider trading*, *market manipulation* e *improper disclosure*;
- b) Massimo 1 milione di euro per gli emittenti che non comunicano al pubblico le informazioni privilegiate;
- c) Massimo 500.000 euro nel caso in cui le *Insider List* non rispettino gli obblighi di redazione.

Le sanzioni per le persone giuridiche hanno un peso diverso, potendo essere calcolate anche come percentuale sul fatturato (15% nel caso alla lettera a, 2% nel caso alla lettera b).

I profitti realizzati dalle condotte illecite o le perdite evitate dovranno essere restituite, in base a quanto viene determinato dall'Autorità competente. Le sanzioni e l'identità del soggetto devono poi essere rese note tramite pubblicazione sul sito internet dell'Autorità competente, le informazioni devono rimanere disponibili per almeno 5 anni dalla pubblicazione (Bonin, 2015).

5.5 Le sanzioni penali previste dalla MAD II e la responsabilità delle persone giuridiche

Le sanzioni penali sono previste per i reati più gravi, ossia quelli commessi con dolo, e mostrano un approccio più forte verso la repressione rispetto alla MAD del 2003.

Vista l'applicabilità della Direttiva in concerto con il Regolamento le definizioni, come ad esempio *insider trading* o abuso di informazioni privilegiate, vengono riproposte in entrambi i documenti in modo uguale, al fine di trovare diretta applicazione in ciascun Paese dell'Unione e lasciare meno discrezionalità ai singoli legislatori.

Le sanzioni penali per le persone fisiche consistono in:

- Reclusione con durata non inferiore ai 4 anni per i reati di *insider trading* e *market manipulation*;
- Reclusione di almeno 2 anni per la divulgazione illecita di informazioni privilegiate.

Vengono poi sottoposte a misura repressiva, facendoli rientrare tra i reati punibili di *market abuse*, anche l'induzione, il favoreggiamento, il concorso ed il tentativo di commettere gli illeciti. Anche le persone giuridiche possono essere colpite da sanzioni per la commissione di illeciti finanziari da parte di persone fisiche a vantaggio loro. Le sanzioni possono essere di natura pecuniaria penale o non penale o anche altre sanzioni come richiamate all'art.9 del MAD II.

5.6 La storia dell'*insider trading* negli USA

Le problematiche relative alle informazioni privilegiate e il loro abuso già nel 1909 facevano capolino nel sistema giudiziario statunitense. Prima di tale anno negli US non esisteva alcun vincolo di *disclosure* per un *insider*. L'unica eccezione erano casi di frode non facili da provare. Nel caso *Strong vs. Repide* la Suprema Corte degli Stati Uniti stabiliva che la società era obbligata a informare gli investitori nel caso di messa in atto di attività di compravendita con le azioni dell'impresa. Essendo gli USA un Paese di *common law*, ovvero dove il diritto è principalmente creato dai giudici con le loro sentenze, questo si può dire sia stato il primo caso di riconoscimento dell'obbligo fiduciario degli insider da cui far derivare un obbligo di *disclosure* (Caroli-Casavola, 2012).

Dopo la crisi del 1929, si ritenne necessario porre delle regole sul trattamento delle informazioni *price sensitive*, in modo da rendere i prezzi di mercato quanto più vicini al loro valore intrinseco.

Nel 1933 viene emanato il *Securities Act* e nel 1934 il *Securities Exchange Act* (SEA), che regolano l'emissione e il commercio dei titoli mobiliari. Con il SEA viene poi istituita la *Securities and Exchange Commission* (SEC), un organo di controllo del mercato borsistico.

Con la SEA vengono imposti alcuni divieti ad amministratori, dirigenti e azionisti su vendite alla scoperto e le *sales against the box*, ovvero vendite allo scoperto nonostante il possesso delle azioni riguardante la transazione. Viene reso possibile inoltre recuperare i profitti conseguiti da attività di acquisto e vendita effettuati dai suddetti.

Nonostante sia un passo in avanti nella regolamentazione delle attività di *insider trading*, la norma risulta molto limitata a causa del ristretto campo d'azione, limitando le attività dei soli *high level insiders*, senza considerare i manager e gli affini (Brusegan, 2012).

Nel 1942 viene introdotto dalla SEC la *rule 10b – 5*, che si focalizza sulla repressione delle frodi, il divieto di divulgazione di false dichiarazioni e l'omissione di fatti essenziali. E' qui che nasce la *disclose or abstain rule*, un soggetto, che abbia un obbligo informativo nei confronti della controparte, può scegliere: o assolve all'obbligo o si astiene dalla transazione. Ha rilevanza penale la violazione del dovere di correttezza nella trattazione, la cui assenza nelle prime fasi colpisce le successive operazioni in borsa.

La *rule 10b – 5* ha guadagnato sempre più forza nella repressione dell'*insider trading* grazie all'opera della giurisprudenza, che nelle Corti americane ha cercato di dare un'interpretazione evolutiva alla norma, estendendo il suo campo di applicabilità. Il tutto è reso possibile da un ordinamento giuridico di *common law* che si differenzia dagli ordinamenti di *civil law* proprio per il ruolo preponderante della giurisprudenza rispetto all'azione normativa del legislatore.

Nel tempo la fattispecie dell'*insider trading* viene a staccarsi da quella di frode alla quale inizialmente era legato. Viene meno pure la necessità di sussistenza di un vincolo fiduciario tra soggetto attivo e società o azionisti. Il semplice possesso di informazioni privilegiate diventa quindi il punto focale del divieto di *insider trading*.

La crescente espansione interpretativa della *rule 10b- 5* viene interrotta con una sentenza del 1983, nella quale vengono dichiarate le due condizioni senza le quali non c'è divieto di *insider trading*: l'esistenza di un rapporto che consenta l'accesso alle informazioni riservate (*fiduciary duty*) e uno sfruttamento illecito di quest'ultime. Nel caso del *tipping*, il *tipee*, cioè chi riceve l'informazione, è sottoposto all'azione della *disclose or abstain rule* in modo derivato, se in capo al *tipper*, colui che ha l'informazione, esiste un *fiduciary duty*.

Un anno dopo viene emanato l'*Insider Trading Sanction Act*, provvedimento che inasprisce il regime sanzionatorio e sancisce l'esistenza di una presunzione relativa di utilizzo dell'informazione privilegiata da parte di chi la possiede. Un ulteriore inasprimento delle

sanzioni avviene nel 1988, dopo una serie di scandali finanziari, con l'*Insider Trading Securities and Fraud Enforcement Act*.

La *misappropriation theory* fa la sua discussa comparsa nello scenario normativo statunitense, venendo infine accettata dalla Corte suprema, facendo sì che l'appropriazione indebita di informazioni faccia comunque scattare l'obbligo di *disclose or abstain rule*, facendo ricadere quindi alcune fattispecie, prima non previste, sotto il cappello legislativo della *rule 10b – 5*.

A dare più forza alla *misappropriation theory* nel 2000 la SEC emana la *rule 105b – 2* riguardante le *non business relationships*. La norma chiarisce quando esiste un dovere di fiducia e confidenzialità nei casi di relazioni non lavorative.

Ai membri del Congresso, lo staff e altri ufficiali federali vengono applicate le proibizioni dell'*insider trading* in forza dello *Stop Trading on Congressional Knowledge (STOCK) Act* del 2012.

Recenti casi di tipping (*Salman vs. United States*) hanno messo in evidenza che, in situazioni dove:

- *insider*, *tipper* e *tipee* sono persone distinte;
- l'*insider* rivela informazioni confidenziali al *tipper* sotto forma di regalo (per motivi di amicizia o parentela), aspettandosi che esso compia azioni di *trading*, ottenendo comunque un beneficio e rompendo il dovere di confidenzialità delle informazioni;
- il *tipee* sappia che le informazioni sono state ottenute dalla rottura del *fiduciary duty*;

allora anche quest'ultimo può essere dichiarato colpevole di *insider trading*, confermando la traslazione dell'obbligo di *disclose or abstain rule*.

5.7 Le sanzioni previste dall'ordinamento statunitense

Il reato di *insider trading* può essere punito da sanzioni civili o penali. Se una persona risulta colpevole le leggi federali autorizzano il *treble damage*, ovvero al pagamento di una multa che abbia un valore fino a 3 volte i profitti guadagnati o le perdite evitate, oltre alla consegna dei profitti. Solitamente l'entità della multa varia in base al ruolo svolto nella attività criminosa.

Le sanzioni civili non possono superare il valore di \$1.000.000 o del *treble damage* per le persone fisiche, enti e imprese.

La sanzione penale massima per violazione delle regole di *insider trading* sono 20 anni di reclusione. La sanzione pecuniaria penale per persone fisiche può raggiungere il valore massimo di \$5.000.000 (per enti e società il limite si innalza a \$25.000.000).

In aggiunta alle sanzioni penali e civili possono aggiungersi sanzioni amministrative, come l'impossibilità di ricoprire ruoli di direttore, CEO, CFO o altri ruoli responsabili della preparazione, controllo e diffusione di risultati finanziari.

Le licenze professionali potrebbero essere ritirate e si potrebbe subire un processo disciplinare.

6 Conclusioni

Il lavoro ha preso in considerazione le informazioni nei mercati finanziari, mettendone in evidenza l'importanza. In particolare sono state riportate le definizioni di alcune condotte illecite caratterizzanti i mercati finanziari; si è quindi voluto introdurre un elemento di criticità nella fattispecie dell'*insider trading* correlato alle politiche di *disclosure*. L'uso da parte degli insiders delle informazioni privilegiate a loro disposizione e la pianificazione dei momenti di *disclosure* in modo vantaggioso per loro sono state parte dei motivi che hanno condotto i legislatori a regolamentare le fattispecie illecite, al fine di preservare l'integrità dei mercati finanziari.

Mettendo a confronto le due normative, italiana e statunitense, si può subito notare come la regolamentazione in materia di *insider trading* sia stata per lungo tempo prerogativa dei soli legislatori d'oltreoceano.

Già ad inizio secolo le problematiche del fenomeno stavano prendendo piede a proposito di abusi informativi, mentre per l'Italia solo con l'influenza europea si percepisce la necessità di intervenire nella regolamentazione dei mercati finanziari. In parte questo "ritardo" normativo può essere ascritto al minore sviluppo del mercato finanziario nel contesto italiano.

Anche i diversi sistemi giuridici, uno basato sulla *common law* mentre l'altro sulla *civil law*, sono alla base della diversa risposta normativa. L'evoluzione del sistema statunitense prende alla base fatti concreti ai quali la giurisprudenza, inizialmente in assenza di legislazione e con una normativa parziale successivamente, cerca di dare soluzioni. Il sistema italiano invece, quando interviene, lo fa definendo le condotte vietate, data la ricerca di determinatezza richiesta dalla materia penale nel nostro ordinamento.

Altro punto di differenza sono i principi ai quali la legge si rifà. Mentre per gli Stati Uniti il punto focale dell'illecito viene riconosciuto nella rottura di un *fiduciary duty*, nella normativa italiana quello che si va a proteggere è il diritto di eguale accesso alle informazioni.

Il diverso principio difeso dai due ordinamenti ha delle ricadute sull'imputabilità o meno di un reato e della relativa sanzione in capo ad un soggetto. Un esempio lampante è il caso del *tipping*: nella normativa statunitense il *tippee* è punito se è consapevole che l'informazione ricevuta dall'*insider* è in violazione dei suoi obblighi fiduciari e se l'*insider* trae beneficio dalla trasmissione dell'informazione; mentre per la normativa italiana il *tippee* è soggetto a responsabilità (amministrativa) unicamente per il fatto essere in possesso di

un'informazione privilegiata, inoltre il *tipper* è sempre sanzionato, indipendentemente dal comportamento del *tipee*.

Nonostante le diverse prospettive e i diversi sistemi sanzionatori scelti, lo scopo perseguito dagli Stati rimane unico: l'integrità del mercato e il mantenimento della fiducia degli investitori nello stesso.

7 Riferimenti Bibliografici e Sitografia

- AKERLOF G., 1970, The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism, *The Quarterly Journal of Economics* Vol. 84, No. 3, p. 488-500;
- AUSTIN J., 2017, What Exactly Is Market Integrity? An Analysis of One of the Core Objectives of Securities Regulation, *William & Mary Business Law Review* 215;
- BERK J., DEMARZO P., 2015, Finanza Aziendale I, 3 ed., Milano, Pearson;
- BONIN A., 2015, La riforma europea degli abusi di mercato: MAR/MAD II, Tesi di Laurea Magistrale, Università di Siena, Economia e gestione degli intermediari finanziari;
- BRUSEGAN C., 2013, L'Abuso di informazioni privilegiate: dalle tradizionali problematiche alle nuove prospettive comunitarie, Tesi di dottorato, Università di Padova;
- BRUSEGAN C., 2015, Nuove frontiere in materia di insider trading: verso una regolamentazione europea omogenea?, Archivio Penale, n.1, reperibile al link: <http://www.archiviopenale.it/File/DownloadArchivio?codice=f5aee4a2-ed04-4169-94f2-9e76fd31e343> (data accesso 20/08/2017)
- CAROLI-CASAVOLA G., 2012, Responsabilità civile da insider trading nel diritto statunitense: profili comparatistici, Tesi di Laurea Magistrale, LUISS Guido Carli, Diritto privato comparato;
- CHENG Q., LO K., 2006, Insider Trading and Voluntary Disclosure, *Journal of Accounting Research*, Volume 44, p 815–848;
- CICHOS T., 1995, The Misappropriation Theory of Insider Trading: Its Past, Present, and Future, 18 SEATTLE U. L. REV. 389;
- CONSOB, 2017, Delibera n. 19925, Modifiche dei regolamenti di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, concernenti la disciplina degli emittenti e dei mercati, nonché del regolamento in materia di operazioni con parti correlate, per l'attuazione del regolamento (UE) n. 596/2014 in materia di abusi di mercato, disponibile su <http://www.CONSOB.it/main/documenti/bollettino2017/d19925.htm> (data accesso 20/08/2017);
- CONSOB, 2017, Gestione delle informazioni privilegiate, guida operativa, disponibile su www.CONSOB.it/documenti/Regolamentazione/Flavori_preparatori/GuidaOperativa_gestione_20170406.pdf&usg=AFQjCNGKr4x5kOUQcY6TeVb_cRv8Elmqhg (data accesso 20/08/2017)

- CONSOB, Mercati finanziari, disponibile su: <http://www.CONSOB.it/web/investor-education/mercati-finanziari> (data accesso: 26/08/2017)
- Direttiva UE del Parlamento Europeo e del Consiglio, N. 2014/57/UE del 16 aprile 2014 relativa alle sanzioni penali in caso di abusi di mercato (direttiva abusi di mercato);
- FAMA E., 1970, Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work, *The Journal of Finance*, Vol. 25, p 383-417;
- FAVOTTO F., BOZZOLAN S., PARBONETTI A., 2012, *Economia Aziendale. Modelli, misure, casi*, 3 ed., Milano, McGraw-Hill;
- FOSTER D., VISWANATHAN S., 1996, Strategic trading when agents forecast the forecasts of others, *Journal of Finance* 51, p1437-1478;
- GIGLER F., Self-Enforcing Voluntary Disclosures, *Journal of Accounting Research*, Vol. 32 No. 2;
- GIUNTA F., Insider Trading, disponibile su <http://www.ilsole24ore.com/art/SoleOnline4/100-parole/Diritto/I/Insider-trading.shtml?uuid=060592fe-58b8-11dd-9534-b5e47a9a4888&DocRulesView=Liberio> (data accesso 20/08/2017)
- Guardia di Finanza, 2012, Circolare n. 83607/2012, Attività della Guardia di Finanza a tutela del mercato dei capitali;
- JOHN K., NARAYANAN R., 1997, Market Manipulation and the Role of Insider Trading Regulations, *The Journal of Business*, Vol. 70, No. 2, p. 217-24;
- KATZ M., ROSEN H., BOLLINO C., MORGAN W., 2010, *Microeconomia*, 4 ed, Milano, McGraw-Hill;
- KE B., HUDDART S., PETRONI K., 2003, What insiders know about future earnings and how they use it: evidence from insider trades, *Journal of Accounting and Economics*, Pages 315-346;
- KYLE A., 1985. Continuous auctions and insider trading, *Econometrica* 53, p 1315-1335;
- LIPTAK A., 2016, Supreme Court Sides With Prosecutors in Insider Trading Case, *The New York Times*, disponibile su <https://www.nytimes.com/2016/12/06/business/dealbook/supreme-court-insider-trading.html?mcubz=0> (data accesso 20/08/2017)
- NAGY D., 1998, Reframing the Misappropriation Theory of Insider Trading Liability: A Post-O'Hagan Suggestion, *Maurer Faculty. Paper* 615;

- NARAYANAN R., 2000, Insider trading and the voluntary disclosure of information by firms, *Journal of Banking & Finance* 24, p 395-425;
- PATEL R., GALLOWAY T., 2017, Tippee Insider Trading after *Newman and Salman*: Why Knowledge Is Not Always Your Friend, White Collar Crime Committee Newsletter, Winter/Spring 2017, reperibile su www.americanbar.org/content/dam/aba/publications/criminaljustice/2017/wccn2017_Patel.authcheckdam.pdf&usg=AFQjCNHb0DvHDJX_yRauz4Ap9oyHULN6-A (data accesso: 20/08/2017)
- PAULON I., 2012, La qualità dell'attività di *Investor Relator*: un'analisi delle società italiane quotate in Borsa, Tesi di Laurea Magistrale, Università di Venezia, Economia e gestione delle aziende;
- PIAZZA R., 2015, Financial innovation and risk: the role of information, *Annals of Finance*, Volume 11, Issue 3–4, pp 477–502;
- Regolamento (UE) del Parlamento Europeo e del Consiglio, N. 596/2014 del 16 aprile 2014 relativo agli abusi di mercato;
- Ross S., Westerfield R., Jaffe, J., 1996, *Finanza aziendale*, Bologna, Il Mulino;
- SACCON C., 2012, La comunicazione economico – finanziaria in tempo di crisi, Tesi di Laurea Magistrale, Università di Venezia, Economia e gestione delle aziende;
- SALVIONI D., 2002, Cultura della trasparenza e comunicazione economico-finanziaria d'impresa, *Symphonya*, n 2;
- SEITZINGER M., 2016, Federal Securities Law: Insider Trading, Congressional Research Service, disponibile su <https://fas.org/sgp/crs/misc/RS21127.pdf> (data accesso 20/08/2017);
- SUNDER S., 2002, Knowing What Others Know: Common Knowledge, Accounting, and Capital Markets, *Accounting Horizons* Vol. 16 No. 4, p. 305-318;
- VENTORUZZO M., 2014, Comparing Insider Trading in the United States and in the European Union: History and Recent Developments, European Corporate Governance Institute (ECGI) - Law Working Paper No. 257/2014;
- Wallin and Klarich, a law corporation, 2017, Insider Trading, disponibile su <https://www.wklaw.com/insider-trading-charges> (data accesso 20/08/2017);
- WANG K. T., WANG W. W., 2017, Competition in the stock market with asymmetric information, *Economic Modelling*, Volume 61, P 40-49;