

La reazione del mercato borsistico italiano ad annunci relativi a patti parasociali

Riccardo Bossi (Politecnico di Milano, Dipartimento di Ingegneria Gestionale)

Giancarlo Giudici (Politecnico di Milano, Dipartimento di Ingegneria Gestionale) *

Marcello Minenna (Università Bocconi, Milano, Dipartimento di Finanza)

Abstract. Shareholders' agreements are widely diffused in Italy, where many listed companies are controlled by coalitions of block shareholders.

This study has two main objectives: 1) to carry out an empirical analysis of the variety of shareholders' agreements in Italian listed companies; 2) to evaluate the impact on the stock price of the announcements related to shareholders' agreements.

Regarding the clauses of shareholders' agreements, the most common are restrictions on the transfer of shares. Voting, consulting and directors appointment clauses are often introduced as well.

The effect of announcements related to shareholders' agreements has been studied through two methodologies based on stochastic limit theory. Moreover, for the first time, the variable 'traded volume' has been considered in the announcement effect detection.

We find that on the average the reactions in the event days are not statistically significant. *Rumors* are indeed a possible explanation, since abnormal returns are detected in the period before the official publication. Announcement effects are more significant if the agreement has voting clauses. Moreover, abnormal returns are positive when a brand new (or renewed) voting agreement whose main member is an individual is announced. A possible explanation is that the individual signals his weakness: he can't control the company without alliances. So the market perceives that control is more contestable.

The results of the research suggest that the characteristics of shareholders' agreements are very heterogeneous and have different impacts on the market activity.

Giugno 2006

1. Introduzione

Questo lavoro analizza le caratteristiche dei patti parasociali che interessano le società quotate italiane. Siani (2001) definisce come 'patti parasociali'¹ *"tutti quegli accordi stipulati dai soci (da alcuni di essi ovvero anche da tutti), fuori dell'atto costitutivo e dello statuto, per regolare inter se o anche nei rapporti con la società, con organi sociali o con terzi, un loro interesse o una loro condotta sociale"*. I patti parasociali (o 'patti di sindacato') sono accordi che *"tutti o alcuni soci stipulano a latere dell'atto costitutivo e che sono funzionali a regolamentare il loro comportamento nelle dinamiche del governo societario, con modalità e termini tali da salvaguardare gli interessi particolari degli aderenti"*.

L'argomento è diventato di estrema attualità negli ultimi tempi, dopo le vicende che hanno riguardato battaglie per il controllo di diverse società quotate italiane, rette da patti di sindacato. Peraltro, i patti di sindacato sono stati per molto tempo vietati in Italia, o tuttalpiù tollerati, e comunque non pubblicamente conosciuti². Sono negli anni '90 le riforme della legge sull'OPA e il Testo Unico dei Mercati Finanziari ne hanno imposto la pubblicità.

I patti parasociali possono essere classificati in: 1) patti di voto, attraverso i quali gli aderenti si vincolano reciprocamente regolando la modalità di esercizio del diritto di voto nelle assemblee della società; 2) patti di consultazione, che istituiscono obblighi di preventiva consultazione fra gli aderenti ma, a differenza dei patti di voto, non vogliono sottoporre i sottoscrittori ad alcun obbligo in merito all'esercizio del diritto di voto medesimo; 3) patti di blocco, che pongono limiti al trasferimento, al di fuori del patto, delle azioni o di strumenti finanziari che danno diritto di acquisto o sottoscrizione delle stesse.

Per quanto riguarda il quadro normativo, il d.lgs. 24 febbraio 1998 n. 58, Testo unico delle disposizioni in materia di mercati finanziari (per abbreviazione, Tuf), costituisce il riferimento legislativo attuale per la disciplina dei patti parasociali nelle società quotate. In particolare, nell'art. 122 sono presentati gli obblighi pubblicitari a carico degli aderenti ad un patto parasociale. Il contenuto dell'accordo deve essere: comunicato alla Consob entro cinque giorni dalla stipulazione; pubblicato per estratto sulla stampa quotidiana entro dieci giorni dalla stipulazione; depositato presso il registro delle imprese del luogo ove la società ha la sede legale entro quindici giorni dalla stipulazione.

Il legislatore ha dato alla Consob il compito di stabilire con apposito regolamento le modalità e i contenuti della comunicazione, dell'estratto e della pubblicazione. In ottemperanza a questa disposizione la Consob, con delibera n. 11971 del 14 maggio 1999, ha adottato il relativo regolamento di attuazione, il quale, dopo successive modifiche, rappresenta attualmente il punto di riferimento, insieme al Tuf medesimo, per la disciplina relativa agli accordi parasociali.

L'estratto, che costituisce una 'versione' semplificata ma esaustiva del patto parasociale, deve essere pubblicato su un quotidiano a diffusione nazionale con veste tipografica idonea a consentirne l'agevole lettura e deve contenere tutte le informazioni necessarie per una sua compiuta valutazione (quota societaria complessivamente e singolarmente sindacata dagli aderenti, durata del patto, tipologia di patto, clausole principali, disciplina del rinnovo e del recesso, eventuali clausole penali).

La normativa italiana permette, quindi, a differenza di altri paesi dove i dati sui patti di sindacato non sono pubblicamente disponibili, di disporre di una quantità molto rilevante di informazioni che possono essere utili per valutare l'impatto informativo sui titoli delle imprese coinvolte³.

¹ Sulla definizione di patto parasociale si vedano anche Bertuzzi, Manferoce e Platania (2003).

² Il codice del 1865 considerava il diritto di voto come bene non trattabile ('res extra commercium'). L'orientamento della giurisprudenza era quello di annullare patti e accordi che avessero oggetto il voto nelle assemblee societarie. Il Codice Civile del 1942 abolì il divieto, e progressivamente nel tempo i patti di sindacato vennero considerati compatibili con l'ordinamento delle leggi.

³ In Europa, l'ordinamento francese e quello spagnolo sembrano i più simili a quello italiano. Essi prevedono, con opportune distinzioni rispetto a quello che si è appena visto, che il patto parasociale venga reso pubblico.

In questo lavoro viene proposta un'analisi empirica sui patti parasociali che riguardano le società quotate italiane. Vi sono due obiettivi principali: portare alla luce le principali caratteristiche che contraddistinguono questi *agreements* e valutare l'impatto di annunci relativi ad accordi di sindacato sull'andamento del titolo della società coinvolta, sia in termini di prezzo sia, e questo è l'aspetto particolarmente originale del presente studio, in termini di volume scambiato.

Nello specifico, gli aderenti al patto sono azionisti rilevanti della società, spesso riconducibili alla categoria 'singolo individuo-famiglia'. Fra di essi è comunemente riscontrabile una figura 'dominante': il maggior azionista-aderente, infatti, rappresenta mediamente più del 53% dell'intero capitale sindacato. Ancora, le clausole più comunemente utilizzate in questi accordi sono quelle che prevedono restrizioni alla possibilità di vendita delle azioni sindacate (clausole di blocco). Inoltre si è riscontrata la propensione del sindacato a influenzare la gestione societaria attraverso opportune pattuizioni come quelle di voto, di consultazione e di *directors appointment*.

La necessità di studiare l'effetto annuncio sulle due dimensioni prezzo e volume scambiato e di avere una rappresentazione puntuale dei fenomeni analizzati ha richiesto l'utilizzo delle metodologie basate sulla teoria del limite stocastico ⁴.

Gli andamenti anomali evidenziati sono stati pochi: in solo poco più del 12% delle notizie studiate si è riscontrato un andamento anomalo del titolo sotto osservazione. Quindi, alla diffusione ufficiale di una notizia parasociale non è associabile, generalmente, uno *shock* significativo del titolo coinvolto. La grande varietà di tipologie di patti parasociali e possibili *rumors* precedenti alle pubblicazioni ufficiali potrebbero spiegare il limitato numero di segnali (andamenti anomali) evidenziati.

Opportune clusterizzazioni hanno poi mostrato che fra gli accordi di voto vi è più probabilità di riscontrare un'anomalia, coerentemente con l'osservazione che tali patti sono quelli che mirano ad influenzare significativamente la conduzione della società.

Inoltre, il mercato sembra reagire positivamente all'annuncio di un accordo di voto nel quale l'aderente più rilevante è un individuo (o famiglia). Una possibile spiegazione è che attraverso il patto tale individuo mostra la propria debolezza: egli non riesce a controllare da solo la società, quindi il mercato percepisce che il controllo è maggiormente contendibile.

Il lavoro è organizzato nel modo seguente. Nel paragrafo 2 si farà una breve disamina della letteratura economica-finanziaria sul tema dei patti parasociali, attraverso i contributi principali e più recenti. Successivamente, nel paragrafo 3, si descriverà il *database* e si mostreranno i risultati principali dell'analisi empirica. Nel paragrafo 4 sono presentati i modelli utilizzati per lo studio dell'effetto annuncio mentre i risultati sono esposti nel paragrafo 5. Infine, il paragrafo 6 chiude il presente lavoro.

2. *La letteratura economica*

Il tema dei patti parasociali si inquadra nella letteratura sugli assetti proprietari e di controllo delle società. Gli studi in questo campo hanno classicamente affrontato il caso della proprietà dispersa (Berle e Means (1932); Grossman e Hart (1980)) o quello del singolo azionista controllante (Jensen e Meckling (1976); Shleifer e Vishny, (1986)).

Solo di recente è stata presa in considerazione la presenza di più azionisti rilevanti nella compagine azionaria, situazione che interessa più direttamente la tematica degli accordi parasociali.

Rispetto al tema specifico dei patti di sindacato, la letteratura affronta quattro filoni principali: l'analisi delle determinanti della formazione di un '*agreement*', gli effetti in termini di

⁴ Tali metodologie sono attualmente utilizzate da Consob per indagare i fenomeni di abuso di mercato, vale a dire *insider trading* e manipolazione.

efficienza, le motivazioni economiche alla base delle clausole degli *shareholders' agreements* e gli effetti sui prezzi di borsa delle società interessate.

Bennedsen e Wolfenzon (2000) analizzano la situazione delle cosiddette *closely held corporations*, caratterizzate dall'assenza di un mercato per lo scambio di azioni, e mostrano come il fondatore di un'impresa può determinare la nascita di coalizioni che si contendono il controllo. La coalizione al comando avrà un comportamento più efficiente dei suoi singoli membri poiché, riunendo una quota superiore di *cash flows*, interiorizza maggiormente le conseguenze delle proprie decisioni. Gli autori evidenziano l'esistenza di due effetti opposti: *alignment* e *coalition formation*. La prima riassume la relazione positiva esistente fra la quota totale di *cash flows* della coalizione e il valore complessivo della società: più elevata è questa quota e più la coalizione subisce i costi delle proprie decisioni, e quindi estrae minori benefici privati. La seconda rappresenta il fatto che, fra le coalizioni che competono per il controllo, vince quella che raggruppa la quota minore di *cash flows*, poiché è quella che può espropriare la più grande e complementare quota dei medesimi diritti.

Gomes e Novaes (2001) considerano la condivisione del controllo nei patti di sindacato come un meccanismo che riesce a tutelare le minoranze, pur non impedendo l'appropriazione dei benefici privati del controllo. Questo ruolo discende, tra le altre cose, dal fatto che il disaccordo tra gli azionisti di controllo può bloccare alcune decisioni inefficienti che andrebbero a danneggiare le minoranze. Tuttavia lo stesso meccanismo può impedire anche progetti efficienti. Gli autori mostrano come il controllo condiviso abbia più probabilità di essere efficiente in imprese caratterizzate da: problemi di *overinvestment*, alta intensità di *assets* intangibili e di attività innovativa, alto costo legato alla verifica dei *cash flow* e, infine, elevati fabbisogni di finanziamento. Un patto parasociale, inoltre, ha un ruolo stabilizzatore poiché evita, attraverso le garanzie reciproche sottoscritte dagli aderenti, il disfacimento della coalizione di controllo⁵.

Gutiérrez e Tribò (2002) riportano evidenze empiriche dal mercato spagnolo sul fatto che le imprese dotate di controllo condiviso hanno migliore *performance* rispetto alle altre, in termini di *return on asset*. Ciò è consistente col ruolo di protezione delle minoranze che Gomes e Novaes attribuiscono al controllo condiviso. Inoltre, trova evidenza empirica l'*alignment effect* descritto da Bennedsen e Wolfenzon (2000): viene infatti riscontrata una relazione positiva fra la *ownership stake* detenuta dal gruppo di controllo e la *performance* dell'impresa (sempre in termini di redditività del capitale).

Nella letteratura esposta finora il controllo viene sempre condiviso da molteplici soggetti. Tuttavia, la presenza di più azionisti rilevanti sembra porre un limite all'estrazione dei benefici privati anche quando singoli *blockholders* competono per raggiungere un controllo "solitario", (Bloch e Hege, 2001). Tali grandi azionisti, per aggiudicarsi il voto dei piccoli azionisti e avere la maggioranza, si impegnano a limitare l'estrazione dei benefici privati qualora raggiungano il controllo. L'effetto positivo di questa competizione sembra però smorzarsi quando la protezione garantita agli investitori dalla legge è bassa.

Più recentemente, lo studio del rapporto tra il valore dell'impresa e la presenza di grandi *blockholders* si è arricchito delle osservazioni di Maury e Pajuste (2004). Essi, studiando un *set* di imprese quotate finlandesi, mettono in luce che l'effetto positivo che la presenza di influenti azionisti sembra avere sul valore dell'impresa non è sempre riscontrato nella realtà: è necessario considerare, quando si studiano queste situazioni, anche l'identità e la rilevanza relativa dei soggetti. Gli autori trovano che una più equa distribuzione dei diritti di voto ha un impatto positivo sulla valutazione dell'impresa e che tale impatto è particolarmente evidente per quelle società controllate da una famiglia. Inoltre, è riscontrato che, in queste ultime imprese, la presenza di un secondo azionista rilevante di tipo familiare riduce il valore dell'impresa, mentre succede l'opposto se tale secondo azionista è di un'altra categoria (istituzione finanziaria, ecc...).

L'ipotesi è che l'incentivo a colludere con l'azionista di maggioranza sia strettamente legato all'identità degli azionisti e ciò si adatta perfettamente con la previsione teorica fatta dai due

⁵ Gli azionisti di controllo, infatti, sono incentivati a eliminare quei conflitti che portano alla protezione delle minoranze.

autori: alcuni *blockholders* sono in grado, quando agiscono insieme, di ridurre i costi legati all'estrazione dei benefici privati. Quindi, due *driver* importanti da considerare per capire il rapporto tra valore dell'impresa e questo tipo di strutture proprietarie sono proprio la contendibilità del controllo e l'identità dei soggetti.

Cronqvist e Nilsson (2002) analizzando la situazione svedese, definiscono gli *shareholders' agreements* come strumenti utilizzabili per proteggere e fortificare la posizione di controllo dei cosiddetti *controlling minority shareholders*, azionisti controllanti che, di frequente, detengono una quota sensibilmente maggiore di diritti di controllo rispetto a quelli di *cash flows*. Quella di rafforzare la posizione di controllo sembra essere una caratteristica tipica dei gruppi familiari ed evidenzia il valore dei benefici privati che questi ultimi sono in grado di estrarre. Coerentemente, alle situazioni con *controlling minority shareholders* "familiari" è associato il più elevato sconto sul valore dell'impresa rispetto alle altre tipologie di soggetto controllante. Cronqvist e Nilsson spiegano che questo minor valore è dovuto sia a scelte di investimento non ottimali, sia al fatto che i soggetti controllanti, dal punto di vista dei non controllanti, perseverano troppo "oltre" nel controllo: per esempio, la probabilità di *takeover* è molto più bassa per queste imprese.

Volpin (2002) analizza le determinanti dell'*executive turnover* nelle società quotate, focalizzandosi sull'influenza che le strutture proprietarie e il controllo hanno sulla sensibilità della relazione tra *turnover* e *performance*. Viene evidenziato che nelle imprese controllate da un sindacato di voto il *turnover* dei *top executives* è più sensibile alle *performance* dell'impresa, e questo è indice di migliore *governance* della società stessa. Ciò trova corrispondenza nell'analisi del *Q ratio*⁶: esso è più elevato per quelle imprese governate da patti di voto. I patti di voto sembrano evidenziare una situazione di maggior contendibilità che a sua volta si rispecchia nel valore della società stessa.

Inoltre, Volpin ridimensiona il ruolo di *governance* degli azionisti di minoranza: esso è tale solo se questi ultimi sono necessari ad un azionista che da solo non riuscirebbe ad avere il controllo; proprio questa è la motivazione che sta alla base della costituzione di un patto di voto. A parte questo, infatti, i *large minority shareholders* non migliorano la qualità della *governance*.

Chemla, Habib e Ljungqvist (2004), considerando specificatamente le *privately-held firms*, cercano di spiegare le motivazioni alla base dell'utilizzo di *put* e *call options*, *drag-along rights*, *tag-along rights*, *demand rights*, *piggy-back rights* e *catch-up clauses* nei contratti parasociali⁷. Gli autori dimostrano che esse hanno tre scopi principali: 1) incentivare le parti a investire *ex-ante*, 2) evitare esternalità negative come comportamenti opportunistici ed espropriazioni di ricchezza (*ex-post transfers*)⁸, 3) raggiungere l'efficiente allocazione *ex-post* delle quote nell'impresa. Per esempio, le opzioni *put* agiscono in questa direzione quando la quota delle parti nell'impresa deve cambiare per evitare trasferimenti *ex-post*⁹.

Rispetto al mercato borsistico italiano, Gianfrate (2004) analizza 74 patti parasociali stipulati fra il 1998 e il 2003. L'autore considera i patti parasociali come un ulteriore mezzo per arrivare alla

⁶ Il *Q ratio* di un'impresa è definito come: $(\text{market value of equity} + \text{book value of debt}) / (\text{book value of total assets})$.

⁷ I partecipanti all'accordo possono detenere opzioni *put* (vendita) o *call* (acquisto) sulla quota degli altri aderenti, integralmente o parzialmente; i *tag-along rights* garantiscono alle parti la possibilità di unirsi alla vendita messa in atto da altri partecipanti, alle medesime condizioni e termini; i *drag-along rights* danno diritto, alle parti che vogliono vendere, di costringere le altre parti ad unirsi alla vendita; i *demand rights* garantiscono alle parti la possibilità di obbligare le rimanenti a concordare sulla decisione di mettere in atto un'IPO; i *piggy-back rights* danno diritto di chiedere di essere inclusi nell'IPO proporzionalmente alla propria quota nella società; le *catch-up clauses* mantengono i diritti degli aderenti su parte dei *payoff* derivanti da un'IPO o una vendita, qualora tali aderenti abbiano ceduto la loro partecipazione a seguito dell'esercizio di una *call* da parte degli altri aderenti.

⁸ Gli *ex post transfers* sono intesi in senso molto generale come trasferimenti che hanno l'effetto di diminuire il valore dell'impresa. Per esempio, ciò può succedere quando una parte utilizza il *know-how* acquisito dalla gestione dell'impresa per competere con essa. Oppure possono prendere la forma del *tunneling* descritto da Johnson, La Porta, Lopez de Silanes e Shleifer (2000).

⁹ Alla luce dei risultati raggiunti viene anche interpretato il contratto di *joint venture* fra Fiat e GM concernente Fiat Auto, che comprendeva fra l'altro la "famigerata *put*" (definizione del Corriere della Sera del 29 Dicembre 2004) concessa a Fiat.

separazione fra proprietà e controllo. Gli azionisti aderenti, mediamente, controllano poco più del 50% sia dei diritti di voto che di proprietà, ma ottengono di nominare circa il 90% degli amministratori. Ancora, il maggiore azionista all'interno dell'accordo riesce ad aggiudicarsi il 60% dei membri del C.d.A. pur essendo in possesso di una quota media di diritti di voto e di proprietà inferiore al 30%.

L'autore ipotizza che i membri del patto condividano l'estrazione dei benefici privati e 'mettano al riparo' il loro controllo da possibili scalate ostili. L'effetto che si ha a seguito di questa situazione è l'esclusione di un insieme di cambiamenti del controllo che sarebbero efficienti dal punto di vista del mercato, ma che non lo sono per i membri del sindacato (Bebchuk, Kraakman e Triantis (2000)). Tale caratteristica è catturata in un *event study* che evidenzia significative reazioni agli annunci di accordi parasociali. Più precisamente, la reazione è negativa alla notizia della sottoscrizione ex novo o rinnovo dell'accordo, mentre è positiva quando il patto è risolto.

Più nel dettaglio, l'autore mostra che non basta l'esistenza del patto parasociale per comprenderne il possibile impatto sul controllo societario, ma diventa un aspetto fondamentale capire se esso riesce a raggiungere o meno i suoi obiettivi.

In conclusione, quello che ci offre la letteratura esistente è una visione estremamente parziale degli accordi di sindacato. Non si hanno a disposizione né chiari e accettati modelli teorici sul loro funzionamento, né studi empirici per valutarne l'impatto reale.

Il presente lavoro ha proprio l'obiettivo di colmare, almeno in parte, le lacunose interpretazioni economiche che si hanno a disposizione su questa tematica, attraverso un'analisi empirica della situazione italiana e l'indagine sul comportamento dei titoli all'annuncio di una notizia parasociale.

Rispetto all'evidenza empirica esistente, comunque molto acerba, si vuole introdurre nell'analisi seguente la complessità delle clausole parasociali e approfondire il tema dell'identità degli aderenti.

Dal punto di vista della metodologia verranno utilizzati, per lo studio dell'effetto annuncio, due approcci alternativi all'*event study*. Derivati dall'attività d'indagine di Consob sui casi di abuso di mercato (*insider trading* e manipolazione), le metodologie sfruttate si basano sulla teoria del limite stocastico e sono in grado, per costruzione, di offrire una rappresentazione puntuale dei fenomeni da analizzare. Questo lavoro, inoltre, introdurrà per la prima volta la variabile volume scambiato, accanto alla variabile prezzo, nell'analisi dell'effetto annuncio.

3. L'analisi empirica sui patti di sindacato in Italia

3.1 Le fonti informative

Per costruire il *database* per l'analisi la fonte principale delle informazioni è stato l'archivio sui patti parasociali che la Consob mantiene sul proprio sito internet (www.consob.it) in cui raccoglie tutti gli estratti di patti parasociali che le vengono comunicati ai sensi dell'art. 122 del Tuf¹⁰. L'archivio non raccoglie solo la versione originaria dell'accordo ma segue la sua evoluzione temporale. Entrando più nel dettaglio, Consob registra, accanto alla stipula ex novo del patto, le varie modifiche, i successivi rinnovi e la notizie di risoluzione che interessano un certo accordo.

¹⁰ Per 'estratto' si intende una sintesi dell'accordo parasociale che ha l'obiettivo di dare una visione completa del suo contenuto, senza entrare eccessivamente nel dettaglio. La sintesi a cui si è accennato bilancia l'esigenza di chiarezza e completezza informativa su questi contratti, che risultano spesso molto elaborati e complessi, con la necessità di diffusione di queste notizie al pubblico. L'estratto è, infatti, la versione del patto parasociale che viene pubblicata sui quotidiani a diffusione nazionale

La scelta, per costruire il *database*, è stata quella di considerare tutti i patti in vigore al 30 maggio 2004. Oltre a fare questa 'fotografia', si è voluto, per le società coinvolte, ricostruire nel passato fin dove possibile la loro 'storia parasociale', cioè l'insieme di comunicazioni che definivano situazioni parasociali non più in vigore al maggio 2004.

Oltre alle informazioni di base come il numero di aderenti all'accordo e la quota societaria da essi sindacata, complessivamente e singolarmente, si è posta particolare attenzione a raccogliere quelle relative alle clausole del patto parasociale considerato. Per classificare dette clausole si è fatto riferimento a Chemla, Habib e Ljungqvist (2004), con alcuni adattamenti per le società quotate sul mercato borsistico. Le pattuizioni che sono state considerate in questa analisi sono riassunte nell'Appendice.

Complessivamente, il *database* raccoglie 374 notizie relative ad accordi parasociali. Esse sono distinte in 154 comunicazioni di stipulazioni *ex novo*, 38 rinnovi, 159 notizie catalogabili come modifiche e infine 23 estratti che comunicavano lo scioglimento del patto. Gli annunci fanno riferimento a 90 differenti società quotate (ovvero circa un terzo delle imprese quotate a maggio 2004, una percentuale che evidenzia come questo fenomeno sia tutt'altro che trascurabile). Più in particolare, ben 31 delle società prese in considerazione appartengono al segmento Blue Chip.

Sul settore di appartenenza, quello più rappresentato nel *database* è sicuramente il bancario. Infatti, si sono raccolti patti di sindacato riguardanti 17 diverse banche, più 3 società assicurative. Il settore finanziario sembra quello più presente nel campione se è vero che, unendo alle due precedentemente citate anche le finanziarie di partecipazione, si arriva a coprire quasi un terzo del totale.

3.2 Le caratteristiche dei patti di sindacato

La Tabella 1 riporta alcune statistiche sulle caratteristiche dei patti stipulati *ex-novo*. La percentuale di capitale ordinario sindacato al patto è mediamente pari al 39,90%, mentre il valore mediano si pone al 29,95%. Le statistiche comprendono sia i casi di patti che hanno come oggetto diretto il capitale della società quotata, sia quelli che indirettamente riguardano la controllante ¹¹. Queste percentuali evidenziano che, mediamente, il sindacato coinvolge una quota considerevole della società e ha un peso fondamentale negli equilibri dell'azionariato, anche se spesso non riguardano la maggioranza assoluta dei diritti di voto. Come si può vedere dalla Tabella 1, ci possono essere casi in cui il sindacato coincide con l'insieme di tutti gli azionisti. Queste situazioni capitano unicamente nel caso in cui l'accordo sia nella società controllante: è infatti in questa tipologia che la totalità degli *shareholders* sottoscrive il patto e vincola interamente il capitale della società ¹².

Per quanto riguarda il numero degli aderenti che entrano a far parte degli accordi, si nota come mediamente i soggetti siano all'incirca 12. Il minimo numero risulta 2: è chiaro che, per concludere un accordo, sia necessaria l'esistenza di almeno questi aderenti, e di conseguenza tale numero rappresenta un limite inferiore per tutto il campione.

Tabella 1

Per quanto riguarda la tipologia delle clausole, la Tabella 2 mostra la frequenza con la quale le diverse tipologie di pattuizioni (descritte nel dettaglio nell'Appendice) sono presenti nel *database*. Come si può notare, la clausola più utilizzata negli accordi è quella di blocco che impone restrizioni alla vendita delle azioni sindacate. Nel 74% dei casi, infatti, si è riscontrata tale

¹¹ Alla disciplina prevista dall'art. 122 del TUF sono infatti sottoposti i patti "...nelle società con azioni quotate e nelle società che le controllano...".

¹² L'unica eccezione è il Banco di Sardegna, nel quale vige un accordo parasociale che vincola la totalità del capitale ordinario. Si sottolinea, però, che in questo caso solo le azioni di risparmio risultano essere quotate.

pattuizione tra gli aderenti. Per quanto riguarda l'esercizio del diritto di voto, si nota che esso è oggetto di accordo in circa il 23% dei casi. Meno della metà di tali accordi (10,39%) prevedono l'esistenza di una maggioranza qualificata e solo un quinto di essi introduce il consenso unanime degli aderenti. Sono presenti, con frequenza simile a quella della clausola di voto, le pattuizioni che prevedono una semplice consultazione su talune materie gestionali, ma che non impongono una certa condotta alle parti.

Una clausola frequente è quella che prevede la nomina concordata degli amministratori: essa si ha in circa la metà dei casi analizzati (48,70%). Sempre per quanto riguarda questa pattuizione, è raro che nell'accordo venga definito, fra gli aderenti, un nome e un cognome per queste cariche. Si preferisce specificare solamente che una certa parte avrà il diritto di nominare un numero definito di amministratori, senza indicare persone specifiche.

In sintesi, nella maggior parte degli accordi analizzati emerge il desiderio di definire un equilibrio stabile che si rifletta all'interno della società. Inoltre, tale stabilità è il presupposto grazie al quale, sottoscrivendo le altre tipologie di pattuizioni, i soggetti costruiscono fra loro rapporti più complessi. Sarebbe difficile, infatti, trovare accordi che impegnano gli aderenti su più fronti ma che non prevedono clausole di blocco delle azioni. Il patto si fonda dunque su un vincolo delle azioni sindacate, in particolare sul diritto di voto associato alle azioni. Continuando, quello che si nota è la propensione a influenzare la gestione societaria. Infatti, accanto alle clausole di voto, che rappresentano appieno questa caratteristica, sono frequenti quelle che prevedono l'elezione negli organi sociali di soggetti designati dalle parti.

Tabella 2

Per analizzare la tipologia degli aderenti ad un accordo parasociale, sono stati raccolti dagli estratti relativi i loro nomi (o denominazione sociale) e la quota che essi vincolano al sindacato. L'attenzione si è concentrata sui primi 6 aderenti in ordine decrescente di quota sindacata al patto: così facendo, risultano definite più del 98% delle quote complessivamente sindacate nei patti parasociali.

Si è cercato di risalire, fin dove si è potuto, al cosiddetto *ultimate owner* della quota che si trovava indicata nell'estratto, ovvero a colui che può essere ritenuto il vero controllante di tale quota. Successivamente, i soggetti sono stati classificati in 11 gruppi in base alla loro tipologia: singoli individui e famiglie, entità pubbliche (fondazioni, comuni ecc...), soggetti *corporate* (imprese dove non si è ravvisata la presenza di un singolo controllante), banche italiane, banche estere, assicurazioni, *venture capitalists*, *private equity investors*, istituzioni finanziarie in generale, cooperative e infine un insieme che raccoglie i soggetti diversi da quelli prima citati. La Tabella 3 riporta le informazioni relative, per i patti di nuova sottoscrizione (154 su un totale di 374 notizie).

Più della metà degli aderenti che entrano in un accordo di sindacato è riconducibile a persone fisiche o, più in generale, a famiglie. Successivamente, si nota il dato relativo alle banche italiane, che compaiono in circa il 10% delle osservazioni. Dopo di esse si trovano, a poca distanza, le istituzioni pubbliche che ricoprono la terza posizione fra gli aderenti più coinvolti.

Tabella 3

La Tabella 4 considera le quote dei soli primi azionisti, ovvero gli aderenti che, fra tutti, vincolano al patto la più elevata quota societaria: si rafforza la presenza della categoria che raccoglie individui e famiglie, arrivando a sfiorare il 60% delle osservazioni. Inoltre, lo Stato diventa il secondo attore più importante, superando le banche italiane. Queste ultime ricoprono spesso un ruolo di 'accompagnamento' ad altre tipologie di aderenti, i quali direttamente si impegnano nel sindacato.

Tabella 4

È stata calcolata quindi la percentuale detenuta dal primo azionista rispetto al totale vincolato all'accordo: i valori medi sono presentati nella Tabella 5 (in questo caso si sono esclusi gli accordi nei quali vi è un solo contraente diverso dalla società interessata). Come si nota, il primo azionista ricopre un ruolo forte. Egli, infatti, può esercitare sul patto un'influenza che supera quella della maggioranza assoluta. I dati rivelano anche una bassa varianza relativamente all'identità di tale soggetto.

L'esistenza di una figura che spicca sugli altri è molto frequente in un accordo di sindacato. L'equilibrio che le diverse parti raggiungono sembra essere basato, per usare un'analogia fisica, su una sorta di 'forza gravitazionale'. Attorno al soggetto più influente, stanno gli altri, che rappresentano la restante parte del 'sistema parasociale'. Tale condizione sembra essere rilevante affinché il patto possa perpetuarsi nel tempo.

Tabella 5

4. Il modello per l'analisi dell'effetto annuncio

4.1 I problemi dell'approccio event study

Comprendere l'impatto di un certo evento sul valore di borsa di una società è sempre stato un obiettivo interessante e allo stesso tempo difficile per gli studiosi. L'approccio econometrico dell'*event study* rappresenta quello storicamente adottato in questi casi; si vedano ad esempio Dolley (1933), Ball e Brown (1968) e, più recentemente, Brown e Warner (1980) e (1985).

Non è questa la sede per descrivere e approfondire tale approccio; qui se ne vogliono mettere in luce alcuni limiti che hanno fatto nascere l'esigenza di adottare altre metodologie per svolgere l'analisi dell'effetto annuncio.

Come mostra Minenna (2001), ecco alcuni 'punti deboli' dell'*event study*:

1. Necessità di disporre di una serie molto elevata di dati, che, come risulta chiaro, non può essere disponibile per quei titoli quotati da poco tempo.
2. L'approccio *event study* pone attenzione esclusivamente al prezzo trascurando il volume scambiato, un'importante variabile finanziaria che compone il flusso informativo di negoziazione di un titolo.
3. Identificare un indice che sia significativo come regressore è un problema, specialmente se si vogliono studiare eventi così 'marginali' come sono quelli considerati nel presente studio.
4. Lavorare su finestre temporali ampie pone il problema di avere a disposizione dati omogenei: le metodologie per fare questo sono difficili da supportare statisticamente.

Si capisce l'importanza di trovare nuove strade per l'analisi del valore economico di un'informazione. Le due metodologie che si presenteranno nei prossimi paragrafi, mutuata dagli studi di Minenna (2001) e (2003), mirano a definire un approccio quantitativo per individuare e misurare le anomalie utilizzando poche osservazioni. Tali metodologie si basano sulla teoria del limite stocastico e sono in grado, per costruzione, di offrire una rappresentazione puntuale dei fenomeni da analizzare. Esse, inoltre, hanno il pregio di introdurre la variabile relativa al volume

negoziato nell'analisi e quindi permettono di avere un quadro completo del singolo evento considerato.

4.2 Un primo approccio di analisi: il moto geometrico Browniano

Con il termine *disgorgement* si indica l'arricchimento (*capital gain*) dell'*insider trader* realizzato grazie allo sfruttamento dell'informazione privilegiata. Il calcolo del *disgorgement* è un obiettivo importante poiché, ovviamente, la sanzione a carico dell'*insider* è strettamente in relazione con esso. Il primo approccio alternativo presentato (Minenna, 2001), mira a definire quantitativamente una procedura per raggiungere tale obiettivo.

La metodologia si basa su un modello probabilistico che simula l'andamento nel tempo del titolo azionario attraverso un'equazione differenziale stocastica e si avvale più precisamente dell'equazione conosciuta in probabilità come moto geometrico Browniano (utilizzata anche per il noto modello di valutazione delle opzioni di Black-Scholes):

$$dS_t = \mu S_t dt + \sigma S_t dW_t \quad [1]$$

con S_t = prezzo del titolo considerato all'istante t ; μ = valor medio dei rendimenti logaritmici; σ = deviazione standard dei rendimenti logaritmici; W = moto standard Browniano.

La soluzione di questa equazione è:

$$S_t = S_s \cdot e^{(\mu - \frac{\sigma^2}{2})(t-s) + \sigma(W_t - W_s)} \quad \text{con } t \geq s \quad [2]$$

Essa descrive nel continuo le fluttuazioni del prezzo S del singolo titolo, a partire dal tempo s . Più precisamente, tale soluzione simula la "traiettoria" che il prezzo del titolo seguirà nel futuro, utilizzando il valore corrente del titolo stesso e ipotizzando un tasso di crescita dei rendimenti logaritmici pari a $\mu - \frac{\sigma^2}{2}$ e una dispersione in tale tasso quantificata dal parametro σ .

Questa equazione beneficia della proprietà forte di Markov:

$$P(S_{T+1} = X | S_T, S_{T-1}, S_{T-2}, S_{T-3}, \dots, S_0) = P(S_{T+1} = X | S_T).$$

Quindi, la probabilità che il prezzo del titolo assuma nel futuro un certo valore X , se si considerano i valori che ha avuto fino ad oggi, è uguale a quella condizionata al solo valore odierno, coerente con la teoria di efficienza debole del mercato.

Inoltre, il modello proposto soddisfa la distribuzione normale dei rendimenti logaritmici, si ha infatti che:

$$\ln \frac{S_t}{S_s} \sim N\left(\left(\mu - \frac{\sigma^2}{2}\right)(t-s), \sigma\sqrt{(t-s)}\right)$$

L'approccio descritto definisce due finestre temporali, che chiamiamo α e Θ . Nell'indagine sull'*insider trading*, esse si considerano in modo da riuscire a evidenziare la strategia di un investitore che in α costruisce la sua posizione sul titolo e in Θ la chiude¹³.

Formalmente, il modello definisce una misura di probabilità Q in una economia di scambi continui con un orizzonte temporale finito $t \in \alpha$. L'incertezza in questa economia è classicamente modellizzata attraverso uno spazio di probabilità completo (Ω, F, Q) e dipende dal valore dell'informazione di cui l'*insider* vorrebbe appropriarsi. Tale valore evolve nel tempo secondo la filtrazione $\{F_t, t \in \alpha\}$ generata da un moto geometrico Browniano unidimensionale $(S_t)_{t \in \alpha}$.

Sulla base della proprietà di questo modello, è possibile determinare una banda di oscillazione per il prezzo del titolo sotto osservazione: se l'evento non ha un impatto, il prezzo evolverà rimanendo in tale banda.

In termini operativi, il modello si sviluppa secondo i seguenti passaggi (Minenna, 2001):

1. Determinazione delle finestre temporali α e Θ .
2. Identificazione dei parametri del modello. Il volume scambiato viene introdotto nell'analisi come peso dei rendimenti giornalieri nella determinazione dei parametri μ e σ^2 . Infatti, se definiamo $rend_i$ il rendimento logaritmico del titolo nell' i -esimo giorno del periodo α , e $peso_i$ come il rapporto tra la quantità negoziata nell' i -esimo giorno e quella complessivamente scambiata nel periodo α , abbiamo che:

$$\mu = \sum_{i \in \alpha} rend_i \cdot peso_i$$

$$\sigma^2 = \sum_{i \in \alpha} (rend_i - \mu)^2 \cdot peso_i$$

3. Individuazione della banda di oscillazione per il prezzo del titolo studiato in ogni t -esimo giorno del periodo Θ , assumendo un'evoluzione dello stesso guidata da un moto geometrico Browniano unidimensionale $(S_t)_{t \in \alpha}$, identificato nel punto precedente:

$$\Delta \hat{S}_t^\Theta = \left[S_0^\Theta e^{\max}, S_0^\Theta e^{\min} \right] \quad [3]$$

con

$$\max = \sigma z_{\frac{\chi}{2}} \sqrt{t} + \left(\mu - \frac{\sigma^2}{2} \right) t$$

$$\min = \sigma (-z_{\frac{\chi}{2}}) \sqrt{t} + \left(\mu - \frac{\sigma^2}{2} \right) t$$

e dove S_0 è il prezzo del titolo nell'ultimo giorno precedente alla diffusione della notizia.

Inoltre, fissando χ identifichiamo la probabilità che un variabile casuale normale standard Z stia nell'intervallo $\left[-z_{\frac{\chi}{2}}, z_{\frac{\chi}{2}} \right]$, cioè, secondo questa notazione,

$P(-z_{\frac{\chi}{2}} \leq Z \leq z_{\frac{\chi}{2}}) = \chi$. In altre parole, decidere χ significa determinare gli scenari di

prezzo da includere nella banda.

¹³ α dura dai 5 ai 15 giorni prima della diffusione di notizie sensibili su un titolo. Θ , in questa visione, rappresenta il giorno nel quale l'informazione è diffusa sul mercato, e il primo o il secondo o l' n -esimo giorno dopo, a seconda della liquidità del titolo osservato.

4. Verifica se nel periodo Θ i prezzi permangono o meno nella banda di oscillazione definita.

Un vantaggio rilevante della metodologia è che non c'è bisogno di un regressore, dato che la previsione sul futuro del prezzo del titolo avviene solo sulla base dell'andamento dello stesso nel periodo α .

Per quanto riguarda le finestre temporali definite, α viene tipicamente assunto su un periodo di 5-15 giorni, quindi non si ha la necessità di trovare una serie molto elevata di dati, con evidente semplificazione rispetto alle problematiche tipiche degli approcci econometrici tradizionali.

Anche da un punto di vista operativo, questo nuovo approccio ha dei vantaggi. È sicuramente più intuitivo perché si lavora direttamente sui prezzi del titolo osservato. Inoltre l'implementazione diventa più semplice e veloce, visto che non è necessario indagare alcun test per validare la procedura.

4.3 Un secondo approccio alternativo: il processo diffusivo Ornstein-Uhlenbeck aritmetico

La seconda metodologia è utilizzato da Consob per l'attività di *abuse detection*. La procedura, presentata da Minenna (2003), sulla base delle informazioni disponibili presso una Autorità di Vigilanza, mira a verificare per ciascun titolo la presenza di una qualche anomalia di mercato.

A tal fine, essa propone, per le diverse variabili finanziarie che compongono il flusso informativo di negoziazione di un titolo, un modello di riferimento che permetta di disporre di un indicatore fondato su soglie dinamiche (denominato allertatore) il cui superamento sia indicativo di un andamento anomalo della variabile analizzata (chiamato *alert*). L'attenzione si concentrerà su due di queste variabili: rendimenti e quantità negoziata.

I passi fondamentali della procedura sono:

1. individuazione di tali allertatori;
2. taratura dei modelli di riferimento degli allertatori, vale a dire specifica dei parametri in chiave previsionale.

Vengono denotati con P_t e Q_t , rispettivamente, il prezzo ufficiale e il volume di negoziazione osservati sui mercati finanziari per un generico titolo nel giorno t .

L'esame della serie storica dei volumi Q_t è condotto secondo uno schema di autocorrelazione. Si ipotizza che l'andamento dei volumi sia governato nel discreto dal seguente processo autoregressivo, che segue per costruzione uno schema di autocorrelazione:

$$Q_k = \phi Q_{k-1} + \hat{\sigma} Z_k \quad [4]$$

dove ϕ è una funzione deterministica del tempo, $Q_0 = q_0$ e $(Z_k)_{k \geq 0}$ è una sequenza di variabili casuali identicamente indipendente distribuite come una normale con media zero e varianza unitaria.

Definendo $\gamma = 1 - \phi$ l'equazione [4] diventa:

$$Q_k - Q_{k-1} = -\gamma Q_{k-1} + \hat{\sigma} Z_k \quad [5]$$

Si può dimostrare (Minenna, 2003) che la [5] converge debolmente al processo diffusivo $\{Q_t\}$, a sua volta caratterizzato dalla seguente equazione differenziale stocastica, che permette di costruire una banda di confidenza di tipo predittivo per la variabile descritta dal processo diffusivo:

$$dQ_t = -\theta Q_t dt + \sigma dW_t \quad [6]$$

dove W_t è sempre un moto Browniano standard unidimensionale, mentre σ e θ sono funzioni deterministiche del tempo.

Tale equazione differenziale stocastica è nota in letteratura come processo diffusivo Ornstein-Uhlenbeck aritmetico. Le sue proprietà distributive sono, con riferimento a qualsiasi condizione iniziale costante individuata al tempo $s < t$, e indicata con Q_s :

$$Q_t \sim N \left(Q_s e^{-\theta(t-s)}; \sqrt{\frac{\sigma^2}{2\theta} (1 - e^{-2\theta(t-s)})} \right) \quad [7]$$

Il modello di riferimento da utilizzare per l'analisi della serie storica dei volumi è quindi definito dalle relazioni precedenti, che connotano univocamente l'allertatore per la variabile volume.

Anche per l'analisi dei rendimenti, si utilizza un modello autoregressivo. In particolare, per catturarne le anomalie, una descrizione opportuna dell'andamento temporale di questa variabile finanziaria nel discreto è dato dal seguente modello:

$$R_k = \alpha + \lambda R_{k-1} + \hat{\sigma} Z_k \quad [8]$$

dove $R = \ln(P)$, α e λ sono funzioni deterministiche del tempo, $R_0 = r_0$ e $(Z_k)_{k \geq 0}$ è una sequenza di variabili casuali identicamente indipendente distribuite come una normale con media zero e varianza unitaria.

Per comodità espositiva, si definisce $\lambda = 1 - \gamma$ e $\alpha = \gamma \cdot \eta$, e si riscrive la [8] così:

$$R_k - R_{k-1} = \gamma \cdot (\eta - R_{k-1}) + \hat{\sigma} Z_k \quad [9]$$

Analogamente all'analisi dei volumi, si dimostra che la [9] converge debolmente al processo diffusivo $\{R_t\}$, che è caratterizzato dalla seguente equazione differenziale stocastica:

$$dR_t = q(\mu - R_t) dt + \sigma dW_t \quad [10]$$

dove W_t è sempre un moto Browniano standard unidimensionale, mentre μ e q sono funzioni deterministiche del tempo.

Si riconosce nuovamente un processo diffusivo Ornstein-Uhlenbeck aritmetico, che gode delle medesime proprietà distributive.

In questa procedura, l'allertatore segnala un *alert* ogniqualvolta l'andamento osservato della variabile finanziaria non risulti coerente con le ipotesi predittive del modello di riferimento.

Tale allertatore identifica le soglie dinamiche, e quindi le anomalie, su base giornaliera, avendo a riferimento un *set* di osservazioni che scorre nel tempo. La banda di confidenza per ogni variabile al tempo t , in particolare, è calcolata considerando l'intervallo $[t - k, t)$, dove k è scelto appositamente¹⁴. Come si comprende, si tratta allora di una procedura *rolling*, con una finestra di riferimento temporale di un certo numero di giorni di negoziazione.

¹⁴ $k = 15$ è la scelta della Consob per l'indagine sugli abusi di mercato.

L'uscita dalla banda di confidenza definita identifica un andamento anomalo della variabile sotto osservazione. Ecco quali sono gli estremi di tale banda per i volumi ($Q_{\text{inf}}; Q_{\text{sup}}$) e per i rendimenti ($R_{\text{inf}}; R_{\text{sup}}$):

$$Q_{\text{inf}} = -z_{\frac{\alpha}{2}} \sqrt{\frac{\sigma^2}{2\theta} (1 - e^{-2\theta})} + Q_{t-1} e^{-\theta} \quad ; \quad Q_{\text{sup}} = z_{\frac{\alpha}{2}} \sqrt{\frac{\sigma^2}{2\theta} (1 - e^{-2\theta})} + Q_{t-1} e^{-\theta}$$

$$R_{\text{inf}} = -z_{\frac{\alpha}{2}} \sqrt{\frac{\sigma^2}{2q} (1 - e^{-2q})} + (R_{t-1} - \mu) e^{-q} + \mu \quad ; \quad R_{\text{sup}} = z_{\frac{\alpha}{2}} \sqrt{\frac{\sigma^2}{2q} (1 - e^{-2q})} + (R_{t-1} - \mu) e^{-q} + \mu$$

5. L'analisi dell'effetto annuncio

Per l'analisi dell'effetto annuncio ci si è concentrati, seguendo l'esempio di Gianfrate (2004), sulle tre tipologie di notizie: patti stipulati ex novo, rinnovi e risoluzioni. Però, non tutte le notizie raccolte nel *database* risultavano utilizzabili per questo studio: comunicazioni al mercato di accordi conclusi prima dell'IPO, eccessiva vicinanza all'IPO, non disponibilità dei dati necessari all'analisi, hanno portato a ridimensionare il *database* per aver a disposizione un *set* di informazioni complete. Tale *set* risulta alla fine composto da 141 notizie, delle quali 88 riguardano la stipulazione ex novo di accordi, 37 sono rinnovi, mentre nei rimanenti 16 casi si tratta della comunicazione di risoluzione di un patto parasociale. Il numero totale di società analizzate è 78.

Per valutare l'esistenza di un effetto annuncio associato a queste comunicazioni, si sono applicate entrambe le metodologie descritte nel paragrafo precedente. Quindi, moto Browniano (da ora in avanti indicato con l'abbreviazione MB) e processo Ornstein-Uhlenbeck (a sua volta abbreviato con POU) costituiscono la base teorica degli esperimenti.

Per calibrare i modelli e valutarne la robustezza sono stati utilizzati 5 diversi periodi di riferimento: 5, 10, 15, 20 e 25 giorni.

Inoltre, per quanto riguarda la definizione della banda di confidenza che ha il compito di individuare, come si è visto a suo tempo, gli andamenti anomali del titolo, si utilizza un valore di z , variabile casuale normale standardizzata, uguale a 2,33, includendo quindi nella banda il 98% degli scenari previsionali della variabile finanziaria.

Sul *set* di notizie appena definito, i risultati sono presentati nella Tabella 6.

Tabella 6

Se consideriamo la calibrazione di 15 giorni (adottata come riferimento dalla Consob per l'indagine sui casi di abuso di mercato), i due modelli individuano come anomali solo il 5% (MB) e il 12,1% (POU) degli andamenti dei titoli. Le notizie di accordi sindacali, in generale, non sembrano causare una reazione significativa, in termini di prezzi e di volume di negoziazione, quando vengono diffuse al mercato nei modi e nei tempi dettati dalla legislazione vigente.

Come si nota, a seconda del periodo di calibrazione, gli andamenti anomali segnalati dal MB vanno dal 14,2% al 5% del numero totale di notizie analizzate. La sensibilità del modello, infatti, varia a seconda del periodo di calibrazione. Quando lo si riduce, si incorpora una minor volatilità del titolo, che si traduce nella costruzione di bande predittive più severe, le quali di conseguenza diventano più sensibili nella segnalazione di eventuali andamenti anomali. Anche per il POU valgono, ovviamente, le medesime osservazioni.

Considerando il POU, inoltre, è evidente come siano rari i casi che evidenziano anomalie per entrambe le variabili analizzate. Nella 'migliore' delle ipotesi, solo il 6,4% delle notizie ha

provocato un tale fenomeno sul titolo interessato. Addirittura, con la calibrazione di 15 giorni, i segnali diventano solo l'1,4% di tutte le comunicazioni. Questo significa che l'anomalia associabile alle comunicazioni parasociali non è particolarmente forte, nel senso che non coinvolge contemporaneamente entrambe le variabili, ma solo una di esse.

Se si vogliono confrontare i due modelli, si nota che il MB tende a evidenziare, generalmente, un minor numero di segnali. Questo è dovuto al modello stesso del MB. Esso, partendo da un certo prezzo, costruisce una banda che tende inesorabilmente a divergere, nel senso che la banda superiore cresce sempre nel tempo mentre l'inferiore decresce. Il POU, invece, è basato su una logica *mean reverting* che non prevede un andamento monotono della bande predittive della variabile finanziaria. Quindi, è nelle caratteristiche medesime delle diverse modellizzazioni che va ricercata la causa del differente numero di segnali evidenziati¹⁵. Comunque, si nota anche come non esistano differenze rilevanti. Questo non sorprende poiché entrambi i modelli si fondano sui medesimi spazi di probabilità.

Dati questi primi risultati, si possono fare alcune considerazioni generali sul tema degli accordi di sindacato. La loro pubblicizzazione ha un impatto generalmente poco rilevante sul titolo interessato. Esistono casi di anomalie evidenziate, ma tale fenomeno non si può estendere ad ogni patto parasociale dichiarato e ad ogni tipologia di comunicazione. Infatti, se si considerano insieme i due modelli applicati, la percentuale massima di notizie che hanno generato un andamento anomalo, nella calibrazione di riferimento della Consob, è circa il 12%.

Da una parte, questa evidenza sembra confermare il fatto che sotto la fattispecie dei patti parasociali ci sono, in realtà, un universo di accordi anche molto diversi fra loro. Di conseguenza il loro contenuto economico, e quindi l'impatto sul titolo interessato, è sostanzialmente diverso da caso a caso. Come la legislazione trova difficoltà nella definizione stessa di cosa sia un accordo sindacale, così tale varietà è riproposta nelle comunicazioni analizzate, rendendo difficile trovare un filo comune di interpretazione economica.

Dall'altra parte, se la diffusione di tali notizie non provoca generalmente variazioni anomale delle variabili finanziarie, ciò può essere anche dovuto al fatto che la notizia in questione trapela negli ambienti finanziari prima della comunicazione ufficiale fatta per legge. Sotto questa prospettiva, la notizia divulgata attraverso il quotidiano rappresenta solo un completamento e una conferma di tali indiscrezioni, piuttosto che una reale novità per il mercato¹⁶.

Per approfondire quest'ultima considerazione si è provveduto ad un'analisi dei dati oggetto di indagine per il tramite di una serie di clusterizzazioni e ad un ulteriore approfondimento sulla presenza di anomalie nei giorni precedenti la pubblicizzazione dei patti di sindacato.

5.1 Clusterizzazioni

Nella prospettiva sopra indicata, si è provveduto quindi a sviluppare l'analisi nelle seguenti direzioni:

1. tipologia di notizia studiata (annunci di patti stipulati ex novo, rinnovi e risoluzioni di accordi, approfondendo l'accoglienza, positiva o negativa, di tali notizie da parte del mercato);
2. quota societaria sindacata al patto;
3. tipologia di clausole parasociali;
4. tipologia di aderente più rilevante (nel sottoinsieme dei patti di voto);

¹⁵ I due modelli, nella calibrazione di 5 giorni, hanno evidenziato una similarità dell'80,85%, calcolata come $100 * (\text{numero di uguali esiti dei due modelli}) / (\text{numero delle notizie studiate})$. I due modelli hanno esiti uguali quando entrambi, per una certa notizia, evidenziano (o non evidenziano) andamenti anomali.

¹⁶ Per fare un esempio che sembra avvalorare questa visione, si può citare il caso di RCS Mediagroup. Quasi quotidianamente, infatti, sul Corriere della Sera uscirono articoli riguardanti il patto parasociale controllante. Interviste a membri dell'accordo, dichiarazioni, indiscrezioni, furono diffuse a livello nazionale. Questo genere di attenzione può permettere di "anticipare" i comunicati ufficiali, che, di conseguenza, sarebbero almeno in parte già metabolizzati dal mercato.

5. settore di appartenenza della società quotata interessata al patto (nel sottoinsieme dei patti di voto).

5.1.1 Analisi per tipologia di notizia

Sono state analizzate separatamente le tre tipologie di notizie raccolte nel campione: quelle riguardanti patti stipulati ex novo, rinnovi, oppure risoluzioni di accordi. Attraverso questa prima suddivisione, si è compreso che non solo gli accordi stipulati ex novo hanno un contenuto informativo. Infatti, sono stati evidenziati andamenti anomali del titolo anche relativamente alla diffusione di notizie di risoluzioni e rinnovi. Particolarmente questi ultimi possono essere un segnale importante al mercato, poiché sono indicatori di solidità e continuità del rapporto esistente tra gli aderenti¹⁷.

Inoltre, è di particolare interesse osservare se la reazione è generalmente positiva o negativa. Ci siamo concentrati sul periodo di calibrazione di 5 giorni che, come si è visto, è capace di catturare il maggior numero di andamenti anomali. Inoltre, nel caso del POU, si sono considerati solo i segnali di prezzo. Nella Tabella 7 sono riportati i risultati ottenuti, distinguendo le reazioni positive e negative, per tipologia di accordo. Esaminando i dati si comprende che, in tutte e tre le tipologie studiate, non è possibile trovare una chiara prevalenza di reazioni positive o negative. Questo è coerente con l'osservazione relativa alla grande varietà di questi accordi: visto che un patto parasociale può avere un contenuto molto diverso da caso a caso, è evidentemente difficile trovare a questo livello di analisi un filo conduttore per la loro interpretazione.

Tabella 7

5.1.2 Analisi per quota societaria sindacata al patto

Si sono suddivise le comunicazioni del campione complessivo a seconda della quota societaria sindacata al patto. La soglia scelta per questa operazione è quella del 30%, valore che permette da una parte di avere due *cluster* con un numero simile di osservazioni, dall'altra di caratterizzare bene il patto in questione: se esso vincola una percentuale maggiore di tale valore, è ben evidente il suo peso negli equilibri societari. Il confronto fra i due *cluster* ha mostrato che la soglia definita non distingue notizie economicamente rilevanti da quelle che non lo sono. Patti parasociali meno 'pesanti' hanno circa la medesima probabilità di generare un andamento anomalo sul titolo di quelli che vincolano una quota societaria superiore al 30%, soglia interessante da considerare anche perché rappresenta quella definita dalla legge in tema di OPA obbligatoria.

5.1.3 Analisi per tipologia di clausole parasociali

Esistono alcuni accordi che, per loro natura, possono essere ritenuti più rilevanti di altri dal punto di vista economico. Tali accordi sono quelli che prevedono clausole influenzanti il diritto di voto degli aderenti. Con la sottoscrizione di quel genere di pattuizioni, questi ultimi si impegnano in relazioni complesse dove la posta in gioco è rappresentata dal controllo della società interessata. Quindi, un patto di voto dovrebbe più probabilmente generare un'anomalia. Per verificare questa ipotesi si è suddiviso il campione totale in due *cluster*, l'uno raccoglie le notizie relative a patti parasociali che prevedono clausole di voto, l'altro è il suo complementare.

Effettivamente, nel campione delle comunicazioni relative ad accordi di voto sono maggiormente presenti tali anomalie. Più precisamente, grazie al POU, si è notato che ai patti influenzanti il diritto di voto sembra associabile di frequente un'anomalia di prezzo.

¹⁷ I risultati numerici di questa clusterizzazione, e di altre successive, non vengono esposti per ragioni di spazio ma sono disponibili su richiesta.

5.1.4 Analisi per tipologia di aderente più rilevante (nel sottoinsieme dei patti di voto)

In questa analisi, si sono considerati tutti gli accordi di sindacato stipulati ex novo e i rinnovi a disposizione nel campione. Successivamente, sono state selezionate solo quelle comunicazioni che riguardavano accordi di voto suddivise in due gruppi a seconda che l'aderente più importante fosse o meno una persona fisica (o famiglia). Infatti, questo costituiva secondo la letteratura considerata un aspetto da non trascurare nell'analisi degli accordi parasociali.

In questo caso si è più specificatamente osservato il 'segno' della reazione anomala, cioè l'accoglienza che il mercato riserva a queste comunicazioni. Si nota una diversa reazione del mercato nelle due situazioni: qualora il maggior aderente sia una persona fisica (o famiglia) è più probabile che un patto parasociale, o un rinnovo, siano considerati positivamente dal mercato, l'opposto succede se si considera un'altra tipologia di sottoscrittore.

Una possibile spiegazione potrebbe essere questa: la stipulazione di un patto di voto, in realtà, mette in evidenza le debolezze dell'azionista privato. Egli, attraverso la costituzione del sindacato, ammette di non poter indirizzare da solo le decisioni societarie. Ciò è interpretato in maniera positiva dal mercato poiché lascia un maggior spazio alla possibilità che il sindacato possa sciogliersi, con effetti dirompenti sulla contendibilità del controllo.

5.1.5 Analisi per settore di appartenenza della quotata interessata al patto (nel sottoinsieme dei patti di voto)

Nel presente lavoro si sono raccolte informazioni sul settore di appartenenza della quotata oggetto del patto. Si è notato precedentemente come le banche risultassero la tipologia di società più presente nel campione.

Considerata anche la recente attenzione del mercato sul mondo bancario italiano, è interessante notare che nell'analisi effettuata, qualora un accordo di voto (ex-novo o rinnovo) interessi una banca, il mercato più probabilmente lo considera un evento negativo, in entrambe le modellizzazioni utilizzate.

5.2 Analisi nel periodo che precede la pubblicazione del patto

Per approfondire la questione del possibile effetto anticipazione, si è considerato il modello Ornstein-Uhlenbeck con periodo di calibrazione di 15 giorni e si è analizzato l'andamento dei titoli del campione nei 10 giorni lavorativi precedenti alla pubblicazione della notizia del patto. I risultati mostrano che la probabilità che esista un'anomalia nei 5 giorni che precedono la notizia della pubblicazione dell'accordo è del 49,65%, mentre nei 10 giorni precedenti è del 75,18%. Questo è un valido indizio per ritenere che la pubblicazione di un patto sul quotidiano rappresenta solo l'ultima fase di un "processo di informazione" che il mercato sconta per lo più precedentemente rispetto alla notizia ufficiale.

5.3 Analisi nei periodi che seguono e precedono la sottoscrizione del patto

Dati questi ultimi risultati, si è ritenuto opportuno approfondire ulteriormente l'analisi nel periodo che precede la pubblicazione (sempre sfruttando Ornstein-Uhlenbeck con periodo di calibrazione di 15 giorni). In dettaglio, si è "centrato" lo studio sulla data di sottoscrizione del patto e si sono considerati i periodi temporali esistenti fra tale sottoscrizione e la pubblicazione, e anche i 10 giorni precedenti alla sottoscrizione del patto. Il campione utilizzato è solo quello dei patti stipulati ex novo poiché per le altre tipologie di notizia (rinnovi e scioglimenti) non risultava agevole

l'identificazione del corrispettivo del "momento della sottoscrizione" dei patti ex novo: il campione si restringe così a 86 patti stipulati ex novo (diverso dagli 88 iniziali poiché per due notizie non era ben definita nell'estratto la data di sottoscrizione).

Lo studio di questo campione ha portato a due risultati molto interessanti:

- 1- La data di sottoscrizione del patto è più importante, a livello di anomalie registrate, di quella di pubblicazione. Infatti, la percentuale di segnali alla data di sottoscrizione sul totale delle notizie risulta del 20% mentre alla data di pubblicazione del 13%. È interessante anche notare che i segnali più rilevanti, quelli che coinvolgono sia il prezzo che la quantità, sono 7 alla data di sottoscrizione mentre non ne sono stati evidenziati alla data di pubblicazione;
- 2- Nel periodo fra la sottoscrizione del patto e la sua pubblicazione c'è una probabilità del 55% di trovare un'anomalia, mentre, considerando i 10 giorni che precedono la sottoscrizione del patto tale percentuale sale al 71%.

Questi due risultati mostrano come la data di pubblicazione del patto (disclosure al mercato) sia poco rilevante nell'iter dell'informativa prevista dalla legislazione in tema di accordi parasociali: la notizia del patto viene scontata dal mercato alla sua sottoscrizione, ma anche nel periodo che la precede.

6. Conclusioni

Questo lavoro ha mirato ad approfondire la conoscenza di un fenomeno diffuso, di innegabile importanza per le società quotate italiane, e tuttavia molto trascurato dagli studi economici: i patti parasociali.

Il punto fondamentale dello studio è rappresentato dall'analisi dell'effetto annuncio. Particolarmente innovative sono le due metodologie, mutuata dagli studi di Minenna (2001) e (2003), che si sono utilizzate per tale analisi. Esse mirano a definire un approccio quantitativo per individuare e misurare le anomalie utilizzando poche osservazioni. Tali metodologie si basano sulla teoria del limite stocastico e sono in grado, per costruzione, di offrire una rappresentazione puntuale dei fenomeni da analizzare. Inoltre, hanno il pregio di introdurre la variabile 'volume negoziato' nell'analisi e quindi permettono di avere un quadro completo del singolo evento considerato.

Per proporre lo studio è stato necessario costruire un *database* di notizie parasociali pubblicate fra il 1997 e il 2004, utilizzando come fonte informativa principale l'archivio pubblico Consob. Molteplici sono le informazioni che sono state registrate per ogni notizia parasociale: oltre alla percentuale complessivamente sindacata dal patto e al numero di aderenti, che rappresentano le informazioni 'classiche' associate a questo tipo di accordi, si è deciso di evidenziare le diverse clausole sottoscritte e l'identità degli aderenti stessi.

Le statistiche condotte su questo *set* di informazioni mostrano come nel fenomeno dei patti parasociali si ritrovino molte peculiarità del sistema italiano. Gli aderenti ai patti sono spesso riconducibili a singoli individui (o famiglie), hanno una quota rilevante della società, mirano attraverso il patto a influenzare la gestione societaria e a stabilizzare gli assetti proprietari con opportune clausole. Gli accordi nella maggioranza dei casi regolano rapporti tra individui (famiglie), e tra essi e altre parti, come per esempio le banche. Negli interessi che sottendono la creazione di un sindacato, quindi, non bisogna dimenticare la probabile presenza di benefici privati che il singolo aderente può cercare di ottenere.

Inoltre, l'esistenza di una figura dominante è molto probabile. Infatti, indipendentemente dalla tipologia, l'aderente più rilevante rappresenta mediamente più del 53% dell'intero capitale azionario sindacato. L'equilibrio che le diverse parti raggiungono sembra essere basato, per usare un'analogia fisica, su una sorta di forza gravitazionale. Attorno al soggetto più influente, dotato di una massa (quota nel sindacato) elevata, stanno gli altri, che rappresentano la restante parte del 'sistema parasociale'.

Per quanto riguarda l'effetto annuncio, si è evidenziata una frazione di 'andamenti anomali' pari a circa il 12% (se consideriamo la calibrazione di riferimento della Consob). Quindi, alla diffusione ufficiale di una notizia parasociale non è associabile, generalmente, una reazione significativa del titolo sotto osservazione. Tale conclusione può essere ricondotta alla grande varietà di tipologie di patti parasociali e soprattutto alla presenza di *rumors* sui mercati inerenti ai contenuti degli accordi antecedenti al giorno della pubblicazione.

Le anomalie sono più probabili quando viene diffusa una notizia relativa ad un accordo di voto, coerentemente con l'osservazione che tali patti sono quelli che mirano ad influenzare significativamente la gestione della società e quindi il valore del controllo. Inoltre, nelle comunicazioni di patti di voto stipulati ex novo e nei loro rinnovi, se il più rilevante sottoscrittore è una persona fisica, c'è maggior probabilità di avere una reazione positiva del mercato, mentre si verifica l'opposto nel caso la tipologia di aderente sia diversa. Ancora, si è notato che l'accordo di voto che nasce o viene rinnovato nelle società bancarie è generalmente accolto dal mercato come un fatto negativo.

L'altro aspetto analizzato, ossia gli andamenti dei titoli nei giorni che precedono la pubblicazione dell'accordo, avvalorava l'ipotesi della presenza di *rumors* su queste tipologie di notizie. Infatti, si è visto come nei 10 giorni che precedono la notizia dell'accordo, vi sia una probabilità di oltre il 75% di riscontrare un'anomalia, se consideriamo il processo Ornstein-Uhlenbeck con periodo di calibrazione di 15 giorni.

Approfondendo l'analisi del periodo precedente la pubblicazione, si è notato come il mercato "sconti" già la notizia del patto sia nei giorni che vanno dalla sottoscrizione alla pubblicazione, sia al giorno della sottoscrizione stessa, sia nei 10 giorni che la precedono: ciò che del patto rimane di "sconosciuto" al mercato alla data di pubblicazione è ben poco, di conseguenza in tale data il numero di anomalie che si registrano è molto limitato.

Concludendo, i risultati dello studio hanno evidenziato, sostanzialmente, come le comunicazioni relative ad accordi parasociali, parlando in termini generali, non siano eventi particolarmente *price sensitive* anche per via della diffusione di rumors sui contenuti degli stessi, mentre il patto *per se* è da ritenersi un evento *price sensitive*.

Dal punto di vista legislativo, pare coerente con i risultati raggiunti il fatto che attualmente si stia dedicando particolare attenzione solo alle tipologie di accordi più significative¹⁸. Infatti, è stato riscontrato come le comunicazioni di accordi di voto siano generalmente associabili ad una maggior probabilità di insorgenza di anomalie sul titolo.

Raggiunti questi risultati, si può dire di aver acquisito maggior consapevolezza sull'intera questione dei patti parasociali e si ha a disposizione una buona base per sviluppare ulteriori studi, particolarmente auspicabili vista la mancanza di indagini, sia teoriche che empiriche, su questo fenomeno.

¹⁸ La recente riforma societaria, d.lgs. del 17 Gennaio 2003 n. 6, restringe l'attenzione proprio su quei patti parasociali finalizzati a "stabilizzare gli assetti proprietari o il governo della società".

Appendice. Le clausole più importanti di un patto parasociale (adattato da Chemla, Habib e Ljungqvist (2004))

Deadline

L'accordo può essere:

A tempo determinato, se esiste l'indicazione di una precisa data di risoluzione (oppure viene indicato un evento accaduto il quale il patto si dissolve: per esempio, una certa assemblea che deve decidere la composizione degli organi sociali), oppure a tempo indeterminato nella restante parte dei casi.

Voting clause

Le parti decidono di consultarsi reciprocamente prima di esprimere il proprio diritto di voto, e successivamente decidono di esprimerlo in accordo con la decisione della maggioranza o dell'unanimità del sindacato.

Restrictions on the transfer of shares

Gli aderenti si impegnano a non vendere, dare in pegno, o comunque mettere in atto comportamenti che abbiano l'effetto di trasferire il diritto di voto associato alle azioni sindacate.

Consulting clause

Gli aderenti decidono di consultarsi prima di esprimere il loro diritto di voto ma non sono obbligati a conformarsi alle decisioni del sindacato.

Unanimous consent

Si richiede, almeno per alcune decisioni considerate fondamentali per la società, l'accordo unanime degli aderenti al sindacato sulle materie definite nella clausola di voto.

Supermajority

Si richiede, almeno per alcune decisioni considerate fondamentali per la società, una maggioranza più qualificata rispetto a quella assoluta.

Designation

Si prevede la designazione diretta di uno o più membri del sindacato fra gli amministratori.

Directors appointment

Gli aderenti possono decidere di influenzare la composizione degli organi sociali. Tipicamente, essi si accordano su una spartizione delle cariche e si impegnano a votare per raggiungere questo obiettivo. Altre volte capita che il sottoscrittore con più potere decisionale si impegni nei confronti delle altre parti per garantire loro una rappresentanza negli organi sociali o per la loro designazione diretta.

Termination of prior agreements

Viene dichiarata la decadenza di ulteriori accordi precedenti che potrebbero essere in contrasto con il patto appena concluso.

Survivorship arrangements

L'accordo può includere particolari disposizioni in merito alla possibilità di decesso di un aderente. Per fare un esempio, ai sottoscrittori rimasti in vita può essere concessa un'opzione di acquisto delle azioni del deceduto.

Valuation

Nel caso ci sia un trasferimento di azioni sindacate, il loro prezzo è determinato da una procedura, o una formula, sulla quale gli aderenti si sono accordati precedentemente.

Pre-emption rights

Un aderente che desiderasse vendere le proprie azioni deve offrirle in prelazione agli altri componenti del sindacato.

Put e call options (rispettivamente, opzioni di vendita e acquisto)

Agli aderenti possono essere garantite opzioni *put* e/o *call* sulle quote detenute nel sindacato.

Drag-along rights

Nel caso un aderente trasferisca la sua quota fuori dal sindacato, questi diritti garantiscono all'investitore esterno di acquisire, alle medesime condizioni del primo trasferimento, tutte le altre quote dei sottoscrittori. Può essere visto come una particolare *call* garantita all'investitore esterno al patto.

Tag-along rights

Nel caso un aderente trasferisca la sua quota fuori dal sindacato, questi diritti garantiscono agli altri membri di poter unirsi a tale vendita alle medesime condizioni del primo trasferimento. Può essere visto come una particolare *put* garantita ai membri del patto.

No competition

Gli aderenti si impegnano, ciascuno e insieme, a non mettere in atto comportamenti che siano in competizione con la società.

Dispute resolution and arbitration

Gli aderenti decidono di attenersi a una certa procedura nel caso nascano dispute legate all'interpretazione o all'attuazione dell'accordo.

Penalty

L'accordo prevede una penale a carico della parte inadempiente.

Organs of the agreement

L'accordo prevede la costituzione di organi deputati alla sua gestione oppure designa persone addette a tale mansione (tipicamente, il segretario del patto).

Bibliografia

- Admati, A., Pfleiderer, P. and Zechner, J. (1994) Large Shareholder Activism, Risk Sharing, and Financial Market Equilibrium. *Journal of Political Economy* 102, pp. 1097-1130.
- Aganin, A. and Volpin, P. (2003) The History of Corporate Ownership in Italy. ECGI Working Paper Series in Finance.
- Aghion, P., Bolton, P. and Tirole, J. (2004) Exit options in corporate finance: liquidity versus incentives. *Reviews of Finance*, forthcoming.
- Almeida, H. and Wolfenzon, D. (2004) A Theory of Pyramidal Ownership and Family Business Groups. Working paper. New York University.
- Ball, R. and Brown, P. (1968) An empirical evaluation of accounting income numbers. *Journal of Accounting Research*, 159-178.
- Barontini, R. and Caprio, L. (2002) Il Consiglio di Amministrazione, la rotazione degli amministratori e la performance dell'impresa: l'esperienza italiana in una prospettiva comparata. *Quaderni di Finanza*, no. 51, CONSOB.
- Bebchuk, L. A. (1999) A rent-protection theory of corporate ownership and control. NBER Working Paper no. 7203.
- Bebchuk, L. A., Kraakman, R. and Triantis, G. (2000) Stock Pyramids, Cross-Ownership and Dual Class Equity: The Mechanisms and Agency Costs of Separating Control From Cash-Flow Rights. As published in: *Concentrated Corporate Ownership* (R. Morck, ed), pp. 445-460.
- Becht, M. and Roell, A. (1999) Blockholdings in Europe: An international comparison. *European Economic Review* 43, pp. 1049-1056.
- Becht, M. (1999) European Corporate Governance: Trading off Liquidity against Control. Working paper. ECARE and Solvay School of Business, Université Libre de Bruxelles.
- Bennedsen, M. and Wolfenzon, D. (2000) The balance of power in closely held corporations. *Journal of Financial Economics* 58, pp. 113-129.
- Berle, A. and Means, G., (1932) *The modern corporation and private property*. Macmillan, New York.
- Bertuzzi M., Manferoce T., Platania, F. (2003) Società per azioni. Costituzione, patti parasociali, conferimenti, in "La riforma del diritto societario", a cura di Lo Cascio, G.. Giuffrè editore.
- Bloch, F. and Hege, U. (2001) Multiple shareholders and control contests. Working paper. Université Aix-Marseille and GREQAM, and HEC School of Management, CentER Tilburg, and CEPR.
- Bolton, P. and Von Thadden, E. L. (1998) Blocks, liquidity, and corporate control. *The Journal of Finance* 53, pp.1-25.
- Bradley, D. J., Jordan, B. D., Roten, I. C. and Ha-Chin Yi (2000) Venture Capital and IPO Lockup Expiration: An Empirical Analysis. *Journal of Financial Research* 24, pp. 465-492.
- Brown, S. and Warner, J. (1980) Measuring security price performance. *Journal of Financial Economics* 8, 205-258.
- Brown, S. and Warner, J. (1985) Using daily stock returns: the case of event studies. *Journal of Financial Economics* 14, 3-31.
- Burkart, M., Gromb, D. and Panunzi, F. (1997) Large Shareholders, Monitoring, and the Value of the Firm. *Quarterly Journal of Economics* 112, pp. 693-728.
- Chemla, G., Habib, M. A. and Ljungqvist, A. (2004) An Analysis of Shareholder Agreements. Working paper. UBC, CNRS, and CEPR, University of Zurich and CEPR, and NYU Stern School and CEPR.
- Cronqvist, H. and Nilsson, M. (2002) Agency Costs of Controlling Minority Shareholders. Working paper. University of Chicago and Stockholm Institute for Financial Research.

- Dolley, J., (1933) Characteristics and procedure of common stock split-ups. *Harvard Business Review*, 316-326.
- Dyck, A and Zingales, L. (2002) Private Benefits of Control: An International Comparison. CEPR Discussion Paper no. 3177.
- Gianfrate, G. (2004) What do shareholders' coalitions really want? Evidence from Italian voting trusts. Working paper. Bocconi University.
- Goergen, M., Renneboog, L. and Khurshed, (2004) What explains the diversity in shareholder lockup agreements? Working paper. UMIST and ECGI, and Tilburg University, and University of Manchester
- Gomes, A., Novaes, W. (2001) Sharing of control as a corporate governance mechanism. Working paper. Institute for Law and Economics. University of Pennsylvania Law School.
- Grossman, S. and Hart, O., (1980) Takeover bids, the free-rider problem, and the theory of the corporation. *Bell Journal of Economics* 11, 42-64.
- Gutiérrez, M. and Tribò, J. A. (2002) Multiple Large Shareholders in Corporate Control: Evidence for Spain. Working paper. Universidad Carlos III de Madrid.
- Hwang, J. H. (2004) Whose Private Benefits of Control - Owners or Managers? Working paper. Kelley School of Business, Indiana University.
- Jensen, M. and Meckling, W., (1976) Theory of the firm: managerial behavior, agency costs, and ownership structure. *Journal of Financial Economics* 3, 305-360.
- Johnson, S., La Porta, R., Lopez de Silanes, F. and Shleifer, A. (2000) Tunneling. Discussion Paper no. 1887, Harvard Institute of Economic Research.
- Kahan, M. (1999) An economic analysis of rights of first refusal. Working paper. New York University School of Law.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F. and Shleifer, A. (1999) Corporate ownership around the world. *The Journal of Finance* 54, pp. 471-517.
- Linciano, N. (2002) Azioni di risparmio e valore del controllo: gli effetti della regolamentazione. *Quaderni di Finanza*, no. 53, CONSOB.
- Maug, E. (1998) Large Shareholders as Monitors: Is There a Trade-Off between Liquidity and Control? *The Journal of Finance* 53, pp. 65-98.
- Maury, B. and Pajuste, A. (2004) Multiple Large Shareholders and Firm Value. Working paper. Swedish School of Economics and Business Administration, and Stockholm School of Economics.
- Minenna, M. (2001) Insider Trading, Abnormal Return and Preferential Information: Supervising through a Probabilistic Model. *Quaderni di Finanza*, no. 45, CONSOB.
- Minenna, M. (2003) L'individuazione di fenomeni di abuso di mercato nei mercati finanziari: un approccio quantitativo. *Quaderni di Finanza*, no. 54, CONSOB.
- Nenova, T. (2000) The value of corporate votes and control benefits: a cross-country analysis. Working paper. Harvard University.
- Riolfo, G. L. (2003) I patti parasociali. CEDAM editore.
- Shleifer, A. and Vishny, R., (1986) Large shareholders and corporate control. *Journal of Political Economy* 94, 461-488.
- Siani, S. (2001) I patti parasociali dopo la riforma Draghi. In particolare: gli oneri di pubblicità legale dei patti e gli adempimenti informativi in caso di recesso. Articolo tratto da www.magistra.it.
- Torino, R. (2000) I contratti parasociali. Giuffrè editore.
- Volpin, P. (2002) Governance with poor investor protection: Evidence from top executive turnover in Italy. *Journal of Financial Economics* 64, pp. 61-90
- Zingales, L. (1994) The value of voting right: A study of the Milan stock exchange experience. *Review of Financial Studies* 7, pp. 125-148.

Tabella 1.

Numero di aderenti degli accordi stipulati ex novo, e quota sindacata del capitale sociale ordinario dell'impresa interessata. Nel caso l'accordo sia concluso tra gli azionisti della controllante, si tratta della quota di capitale sociale della controllante medesima.

Campione: 154 annunci relativi a patti di sindacato di società quotate su Borsa Italiana pubblicati fra il 1997 e il 2004.

	Numero aderenti	Quota sindacata
Valore medio	11,96	39,90%
Valore mediano	4,00	29,95%
Valore minimo	2,00	0,02%
Valore massimo	354,00	100,00%
Deviazione standard	38,00	35,59%
Osservazioni	152	144

Tabella 2.

Clausole negli accordi stipulati ex novo: percentuali rappresentanti la ricorrenza nel campione di ciascuna di esse. La definizione delle principali pattuizioni qui riportate è fornita nell'Appendice.

Campione: 154 annunci relativi a patti di sindacato di società quotate su Borsa Italiana pubblicati fra il 1997 e il 2004.

	Patti ex novo
Clausole di voto (Voting)	22,73%
Clausole di blocco (Restriction)	74,03%
Clausole di consultazione (Consulting)	20,13%
Il sindacato delibera attraverso consenso unanime degli aderenti (Unanimous Consent)	4,55%
Il sindacato delibera attraverso maggioranza qualificata degli aderenti (Supermajority)	10,39%
Designazione di aderenti al sindacato negli organi sociali (Designation)	9,09%
Spartizione delle cariche sociali (Directors appointment)	48,70%
Aderenti liberi da vincoli parasociali preesistenti (Termination of prior agreement)	2,60%
Disposizioni relative all'eventualità del decesso di un aderente (Survivorship arrangements)	3,90%
Accordo su una procedura valutativa delle azioni sindacate nel caso di trasferimento (Valuation)	22,08%
Diritto di prelazione garantito ai membri del sindacato (Pre-emption rights)	29,22%
Put options	13,64%
Call options	12,99%
Obbligo di covendita (Drag-along rights)	7,14%
Diritto di covendita (Tag-along rights)	19,48%
Impegno a non competere con la società oggetto del patto (No competition)	3,90%
Rinnovo tacito dell'accordo (Tacit renewal)	31,82%
Previsione di una procedura da seguire nel caso di dispute relative al sindacato (Dispute resolution and arbitration)	25,97%
Penale a carico della parte inadempiente (Penalty)	27,27%
Costituzione di organi per la gestione del sindacato (Organs of the agreement)	27,27%
Osservazioni	154

Tabella 3.

Gli aderenti agli accordi di sindacato stipulati ex novo per tipologia di appartenenza: numero aderenti, percentuale sul totale di essi e ricorrenze nel campione. Le diverse categorie sono definite nel testo. Il numero totale degli aderenti che sono stati analizzati è 474.

Campione: 154 annunci relativi a patti di sindacato di società quotate su Borsa Italiana pubblicati fra il 1997 e il 2004.

	Numero aderenti	Percentuale sul totale degli aderenti	Ricorrenza nel campione
Individuo/Famiglia	256	54,01%	68,18%
Banca italiana	46	9,70%	21,43%
Public entity	40	8,44%	14,29%
Soggetto corporate	35	7,38%	14,29%
Venture capitalist	24	5,06%	5,19%
Istituzione finanziaria	18	3,80%	11,04%
Assicurazioni	12	2,53%	7,79%
Banca straniera	11	2,32%	6,49%
Private equity investor	9	1,90%	2,60%
Cooperative	6	1,27%	1,95%
Vari	17	3,59%	7,79%
Osservazioni	474	100,00%	154

Tabella 4.

Gli aderenti più importanti (primi azionisti) degli accordi di sindacato stipulati ex novo per tipologia di appartenenza: numero di ricorrenze e percentuale sul totale degli aderenti. Per aderente più importante (primo azionista) si intende quello che conferisce al patto la più grande quota di capitale della società. Le diverse categorie sono definite nel testo.

Campione: 154 annunci relativi a patti di sindacato di società quotate su Borsa Italiana pubblicati fra il 1997 e il 2004.

	Numero aderenti	Percentuale sul totale degli aderenti
Individuo/Famiglia	92	59,74%
Public entity	16	10,39%
Soggetto corporate	11	7,14%
Banca italiana	9	5,84%
Istituzione finanziaria	5	3,25%
Banca straniera	5	3,25%
Venture capitalist	5	3,25%
Assicurazioni	2	1,30%
Cooperative	2	1,30%
Private equity investor	0	0,00%
Vari	7	4,55%
Osservazioni	154	100,00%

Tabella 5.

Rilevanza dell'aderente più importante (primo azionista) all'interno del sindacato per i patti parasociali stipulati ex novo: percentuale media sindacata dal primo azionista, percentuale media detenuta da esso sul totale sindacato e numero di osservazioni. Per aderente più importante (primo azionista) si intende quello che conferisce al patto la più grande quota di capitale della società. Confronto tra il caso in cui il primo azionista è un individuo (famiglia) e le altre tipologie di azionisti.

Campione: 154 annunci relativi a patti di sindacato di società quotate su Borsa Italiana pubblicati fra il 1997 e il 2004.

	Quota societaria sindacata dal primo azionista	Osservazioni	Quota del primo azionista sul totale sindacato	Osservazioni
Individuo/Famiglia	29,58%	62	53,60%	61
Altre tipologie	26,19%	47	53,98%	46
Ogni tipologia di aderente	28,12%	109	53,76%	107

Tabella 6

Percentuale di segnali anomali registrati nell'*event day* in dipendenza dal periodo temporale di calibrazione del modello: Moto Browniano (MB), Processo Ornestein-Uhlenbeck (POU). Per il POU si riportano anche i risultati a seconda che il segnale registrato riguardi il prezzo (segnali P), la quantità (segnali Q), oppure entrambi insieme (segnali P&Q).

Campione: 141 notizie di patti parasociali di società quotate su Borsa Italiana pubblicate tra il 1997 e 2004.

	Segnali anomali MB	Segnali anomali POU	Segnali P	Segnali Q	Segnali P&Q
5gg	14,2%	27,7%	20,6%	13,5%	6,4%
10gg	9,9%	14,2%	8,5%	8,5%	2,8%
15gg	5,0%	12,1%	7,8%	5,7%	1,4%
20gg	6,4%	12,8%	9,2%	5,7%	2,1%
25gg	6,4%	12,8%	7,8%	6,4%	1,4%

Tabella 7

Reazioni registrate alle dichiarazioni di patti parasociali stipulati ex novo, rinnovi e risoluzioni. Percentuale di segnali positivi, negativi, e numero totale di segnali. Il segnale positivo si ha quando viene oltrepassata la banda superiore, mentre il negativo quando ciò succede alla banda inferiore. MB (5) è il modello basato sul moto Browniano con periodo di calibrazione di 5 giorni. POU (5) è il modello basato sul processo Ornstein-Uhlenbeck con periodo di calibrazione di 5 giorni.

Campione: 141 notizie di patti parasociali di società quotate su Borsa Italiana pubblicate tra il 1997 e 2004.

Tipologia di patto	Modello	Segnali positivi	Segnali negativi	Totale segnali
Ex novo	MB (5)	66,7%	33,3%	12
	POU (5)	50,0%	50,0%	16
Rinnovi	MB (5)	60,0%	40,0%	5
	POU (5)	44,4%	55,6%	9
Risoluzioni	MB (5)	33,3%	66,7%	3
	POU (5)	50,0%	50,0%	4