

**ISSN 1127-8579**

**Publicato dal 29/07/2010**

**All'indirizzo <http://www.diritto.it/docs/30040-high-frequency-trading-e-asimmetrie-informative-telematiche>**

**Autore: Donato-Seminara Francesco**

## **High frequency trading e asimmetrie informative telematiche**

**HIGH FREQUENCY TRADING E ASIMMETRIE INFORMATIVE TELEMATICHE****A cura di Francesco Donato-Seminara**

La circolazione di informazioni nell'ambito dei processi decisionali e della tutela degli interessi coinvolti nella gestione delle società quotate manifesta l'importanza che la *disclosure* ha via via assunto nelle dinamiche societarie. Il principio di trasparenza<sup>1</sup>, comune denominatore degli strumenti di *corporate governance*, risulta centrale anche con riguardo alla negoziazione di strumenti finanziari, perché le piattaforme multilaterali<sup>2</sup> (*Multilateral Trading Facility, MTF*) costituiscono sistemi di negoziazione alternativi ai mercati regolamentati. Con l'introduzione dell'elettronica nei mercati finanziari, degli anni '80, e lo sviluppo della tecnologia informatica, degli anni '90, si realizza un meccanismo di *trading* automatico sempre più potente che sfrutta l'alta frequenza, l'*High Frequency Trading (HFT)*, capace di sorpassare gli investitori individuali. La potenza degli algoritmi utilizzati consente di insinuarsi nei *book* di offerta e acquisto di borsa, raccogliendo ed elaborando informazioni ad una velocità di 0,03 millesimi di secondo<sup>3</sup>. Ecco che i

<sup>1</sup> A tal proposito V. BUONOCORE, *La riforma delle società quotate*, in AA. VV., *La riforma delle società quotate – Atti del Convegno di Studio - Santa Margherita Ligure (13-14 giugno 1998)*, Milano, 1998, 68-70, sottolinea la centralità del principio di trasparenza nella riforma Draghi (ex D.lgs. n.58/98) e, di conseguenza, l'importanza dell'informazione, da quella interna, rivolta alla società ed ai suoi organi, a quella esterna, rivolta al mercato.

<sup>2</sup> La Direttiva 2004/39/CE - MiFID (*Markets in Financial Instruments Directive*) in vigore dal 1° novembre 2007, apre alla concorrenza e cancella il monopolio delle Borse sulle contrattazioni degli strumenti finanziari quotati, creando nuove Sedi di Esecuzione degli ordini in aggiunta ai mercati regolamentati, quali i "sistemi multilaterali di negoziazione" (*Multilateral Trading Facilities*) e gli "internalizzatori sistematici". Quanto ai sistemi multilaterali di negoziazione vedi gli artt.1, co.5-octies, (Definizioni) e 77-bis (Sistemi multilaterali di negoziazione) T.U.F. ed il Regolamento mercati (adottato dalla Consob con delibera n.16191 del 29 ottobre 2007 e successivamente modificato con delibere n. 16530 del 25 giugno 2008, n. 16850 del 1° aprile 2009 e n. 17221 del 12 marzo 2010) agli artt.19 (Sistemi multilaterali di negoziazione), 20 (Obblighi di comunicazione alla Consob da parte dei sistemi multilaterali di negoziazione), 25 (Requisiti di trasparenza pre-negoziazione per i mercati regolamentati e i sistemi multilaterali di negoziazione), 26 (Casi di inapplicabilità degli obblighi di trasparenza pre-negoziazione per i mercati regolamentati e i sistemi multilaterali di negoziazione), 29 (Requisiti di trasparenza post-negoziazione per i mercati regolamentati, i sistemi multilaterali di negoziazione ed i soggetti abilitati), 32 (Requisiti di trasparenza pre e post-negoziazione per i mercati regolamentati e i sistemi multilaterali di negoziazione). Quanto agli internalizzatori sistematici vedi art.1, co.5-ter, (Definizioni) e 78 (Internalizzatori sistematici) T.U.F. ed il citato Regolamento mercati agli artt.21 (Avvio e cessazione dell'attività di internalizzazione sistematica), 22 (Internalizzatori sistematici su azioni), 27 (Requisiti di trasparenza pre-negoziazione per gli internalizzatori sistematici), 29 (Requisiti di trasparenza post-negoziazione per i mercati regolamentati, i sistemi multilaterali di negoziazione ed i soggetti abilitati), 33 (Requisiti di trasparenza pre e post-negoziazione per gli internalizzatori sistematici).

<sup>3</sup> "Thirty Millisecond Advantage" corrisponde al lasso di tempo che i programmi dei *supercomputer* impiegano per effettuare ordini di acquisto e di vendita nell'*HFT*. A tal proposito vedi articolo redazionale, *High frequency trading - La nuova era della manipolazione delle Borse*, in *Gnosis on line – Rivista di Intelligence*, n.3/2009, disponibile al seguente indirizzo internet <http://www.sisde.it/gnosis/Rivista20.nsf/ServNavig/17>, nel quale si spiega, anche in uno schema, il vantaggio dei trenta millisecondi. E si comprende come "(l)e società che operano <<scambi in alta frequenza>> possono raccogliere informazioni <<privilegiate>> sulle strategie degli investitori, causare aumenti ingiustificati dei prezzi dei titoli scambiati, influenzare la volatilità dei mercati, inviare segnali alterati all'economia. Lo strumento apre ad un'era di <<insider trading automatico>> con ordini di acquisto generati automaticamente dal software di *high-frequency trading* e cancellati simultaneamente (c.d. <<ordini flash>>), utili a confondere gli

*flash orders*, vera e propria intelligenza artificiale, sembrano battere un nuovo corso operando isolatamente, così sganciandosi dalla stretta relazione uomo (reale) - macchina (virtuale). Occorre, però, domandarsi se questi sistemi di *trading* da “turbo-finanza” non pongano in essere vere e proprie condotte lesive del mercato, operando in zone grigie con un “dolce inganno” (*nice loophole*) di regole e principi, primo tra tutti quello sulla parità di trattamento<sup>4</sup>.

Il fenomeno ha generato una certa riflessione negli Stati Uniti dove il sistema è utilizzato da alcune piattaforme (tra le quali Nasdaq, Bats e Direct Edge). In un intervento del 24 luglio 2009 il senatore democratico Charles Schummer ha denunciato che i *flash orders* possono costituire l’insidia di un mercato a due velocità, minando, così, equità e trasparenza. Successivamente, in una riunione del

---

investitori istituzionali, nonché qualsiasi programma che osservi i movimenti dei principali attori del mercato (tipo quelli delle Autorità di vigilanza).” (dal preambolo all’articolo).

<sup>4</sup> Sulla parità di trattamento vedi *ex plurimis* C. ANGELICI, *Parità di trattamento degli azionisti*, in *Riv. dir. comm.*, 1987, I, 1 ss.; F. D’ALESSANDRO, *La seconda direttiva e la parità di trattamento degli azionisti*, in *Riv. soc.*, 1987, I ss.; M. MONTANARI, *Il principio di parità di trattamento fra disciplina del mercato mobiliare e diritto delle società*, in *Giur. comm.*, 1996, I, 899 ss.; F. M. MUCCIARELLI, *Sulla parità di trattamento nelle società quotate*, in *Riv. soc.*, 2004, 180 ss.; D. PREITE, *Parità di trattamento e abuso della regola di maggioranza in dottrina e giurisprudenza*, in *Abuso di maggioranza e conflitto di interessi del soci nelle società per azioni*, Vol 3, II, *Trattato delle società per azioni*, diretto da G. E Colombo e G. B. Portale, Torino, 1993, 34-73. Il citato principio di parità di trattamento richiama in certo modo quello di eguaglianza per il quale vedi V. BUONOCORE, *Principio di uguaglianza e diritto commerciale*, in *Giur. comm.*, 2008, I, 551 ss.; G. OPPO, *Eguaglianza e contratto nelle società per azioni*, in *Riv. dir. civ.*, 1974, I, 629 ss., e P. RESCIGNO, *Il principio di eguaglianza nel diritto privato*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1959, I, 1515 ss.. Dal *Caso Assonime 10/2009 (Esiste un principio di parità di trattamento degli azionisti nel diritto comunitario?)* che prende in esame la pronuncia della Corte di Giustizia Europea nel procedimento C-101/08, si nota come “(n)el nostro ordinamento, il principio della parità di trattamento dei soci viene tradizionalmente distinto dal principio d’eguaglianza dei soci, che attiene alla parità dei diritti dei soci nel contratto di società. Mentre il tema della parità dei diritti riguarda il modo in cui le posizioni giuridiche sono attribuite nel contratto di società, per garantire parità o equivalenza dei diritti spettanti ai diversi membri, la parità di trattamento opera invece nel momento in cui il contratto sociale riceve attuazione attraverso l’azione degli organi sociali. Esso costituisce dunque il criterio per orientare l’attività sociale e fissare gli eventuali limiti dell’azione comune.” (p.4). A conferma di siffatto orientamento l’art.2348 c.c. consacra il principio di eguaglianza degli azionisti che, però, non si lega al principio di parità di trattamento degli azionisti, comunque riconosciuto come principio generale del nostro ordinamento, benché non codificato in una norma scritta. Floriano D’Alessandro, *op. cit.*, muovendo da un’attenta riflessione sull’art.2348 c.c., che viene confrontato con l’art.42 della seconda direttiva, “chiarito ormai che <<il diritto alla parità>> non si confonde con la <<parità dei diritti>>, ma anzi comincia in un certo senso dove quella finisce (si pone l’interrogativo) [...] se questo diritto sia già riconosciuto nel nostro ordinamento e, nell’affermativa, quale ne sia il fondamento.” (p.9). Profili di problematicità permangono nella richiamata tesi di Oppo che risolve gli interessi confliggenti dei soci attraverso l’accordo/contratto di società. Ove l’assetto originario delle posizioni reciproche di vantaggi e sacrifici non potrebbe essere stravolto dalla stessa volontà della maggioranza la quale urterebbe con forme rispettose dell’equilibrio e di parità, nel senso di proporzione alle posizioni originarie, di trattamento. Il dubbio del D’Alessandro “[...] è particolarmente forte là dove l’attentato all’assetto reciproco di interessi originariamente concordato non avviene in via diretta e immediata [...] ma, piuttosto, [...] in via indiretta e mediata (vedi la parità di trattamento nella disciplina dei gruppi).” (pp.10-11). Secondo Buonocore, *op. cit.*, “il problema della parità di trattamento nel contratto non solo non si identifica con il problema della giustizia nel contratto - non va comunque sottovalutata l’esistenza dei nuovi principi della trasparenza e della informazione e la rivalutazione del principio di correttezza -, ma non può confondersi con il problema della parità tra le parti all’atto della conclusione del contratto, che è concetto formale e che non esclude che nella realtà anche giuridica una parte imponga all’altra le sue condizioni attraverso le condizioni generali di contratto, che, però, ed in ciò sta l’altro aspetto della parità, devono essere uguali per tutti coloro che contrattano con l’imprenditore.” (p.579). L’art.92 t.u.f., nel disporre che “gli emittenti quotati assicurano il medesimo trattamento a tutti i portatori degli strumenti finanziari quotati che si trovino in identiche condizioni”, apre la questione se davvero detta norma possa rappresentare la base di un generale principio di parità di trattamento tra i soci nelle società per azioni. La dottrina appare orientata a tenere distinta la parità di trattamento imposta all’emittente come regola del mercato finanziario da quella propria del diritto societario, in quanto il citato art.92 t.u.f. si rivolge ai soci solo in quanto titolari di uno strumento finanziario e solo nei limiti in cui gli interessi di questi siano comuni a quelli degli altri titolari di strumenti finanziari, anche se non soci.

17 settembre 2009, la SEC, guidata da Mary Shapiro<sup>5</sup>, si è pronunciata a favore di un blocco sugli ordini *flash*, sebbene i termini per un ragionato intervento non sembrassero tanto imminenti.

A Wall Street, nelle giornate del 29 settembre 2008 e del 6 maggio 2010<sup>6</sup> (quando improvvisamente l'indice Dow Jones è crollato di quasi mille punti recuperandone circa seicento in meno di mezz'ora) appare tangibile un'alterazione dell'andamento del mercato e dell'economia che non può non tener conto delle operazioni veicolate tramite algoritmi informatici via *High Frequency Trading (HFT)*. Di conseguenza la SEC<sup>7</sup>, per arginare gli eccessi speculativi dei mercati, ha disposto una breve sospensione delle contrattazioni per i titoli che in corso di negoziazione registrano oscillazioni troppo marcate, il cui prezzo cioè ha subito una variazione di almeno il 10% nei precedenti 5 minuti. L'interruzione delle negoziazioni dovrebbe permettere di comprendere se l'oscillazione è stata determinata da un reale cambiamento del valore del titolo o, piuttosto, è stata provocata da elementi indipendenti da questo. Nonostante l'intervento *in extremis* dell'*Authority* dei mercati Statunitense, il tema dell'*High Frequency Trading* richiede, a nostro avviso, un inquadramento più complesso che tenga conto degli effetti allo stesso riconducibili.

Infatti, anche volendo consentire differenze legate a *software*, piuttosto che a condotte umane, sembra opportuno valutare se una significativa alterazione del dato informativo, attraverso "interferenza telematica", possa stare alla base dell'asimmetria<sup>8</sup>, fonte di *insider trading*. La

<sup>5</sup> Secondo la Schapiro i *flash orders* procurano momentanei vantaggi (*head-start*) nella *trading arena* che possono creare disparità (*inequities*) nei mercati e creare disincentivi (*disincentives*) nella visualizzazione delle quotazioni. Sul punto vedi il seguente indirizzo internet: <http://www.sec.gov/news/press/2009/2009-201.htm>.

<sup>6</sup> Quanto accaduto il 6 maggio 2010 viene descritto dettagliatamente nel Report of the Staffs of the CFTC and SEC to the Joint Advisory Committee on Emerging Regulatory Issues, "Preliminary Findings Regarding the Market Events of May 6, 2010", del 18 maggio 2010, disponibile al seguente indirizzo internet: <http://www.cftc.gov/ucm/groups/public/@otherif/documents/ifdocs/opa-jointreport-sec-051810.pdf>.

<sup>7</sup> A partire dall'11 giugno 2010 entra nel lessico degli acronimi di Wall Street la *VTP*, cioè la nuova *Volatility Trading Pause - single stock circuit breakers* per le *securities* S&P 500. Questa la principale regola adottata dalla SEC per prevenire "flash crash". La SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, dalla Release No. 34-62251; File No. SR-FINRA-2010-025, disponibile al seguente indirizzo internet [www.sec.gov/rules/sro/finra/2010/34-62251.pdf](http://www.sec.gov/rules/sro/finra/2010/34-62251.pdf), rileva che "These rules would require the Listing Markets to issue five-minute trading pauses for individual securities for which they are the primary Listing Market if the transaction price of the security moves ten percent or more from a price in the preceding five-minute period. The Listing Markets would notify the other Exchanges and market participants of the imposition of a trading pause by immediately disseminating a special indicator over the consolidated tape. Under the rules, once a Listing Market issues a trading pause, the other Exchanges would be required to pause trading in that security on their markets. FINRA's rule provides that it will similarly pause trading in the over-the-counter market by FINRA members, including alternative trading systems and market makers, when a Listing Market has issued a trading pause. In order to avoid interfering with existing procedures designed to facilitate orderly openings and closings, the trading pause requirements would apply only from 9:45 a.m. until 3:35 p.m. At the end of the five-minute pause, the primary Listing Market would reopen trading in the security in accordance with its procedures for doing so." (pp.4-5). "The commenters also raised a variety of significant issues regarding the scope and operation of the circuit breakers. These include: (1) whether the circuit breakers should be expanded beyond S&P 500 stocks, particularly to exchange traded funds ("ETFs") and the securities of other companies that were most severely affected on May 6; (2) the need for revised market-wide circuit breakers; and (3) operational issues regarding the circuit breakers, including the times when they should apply, the threshold events that should trigger them and the length of the pause, the procedures for resuming trading after a pause, and alternatives to the circuit breaker mechanism." (pp.6-7).

<sup>8</sup> A tal proposito, tra gli altri, vedi C. ANGELICI, *Note in tema di informazione societaria*, in *La riforma delle società quotate - Atti del convegno di studio Santa Margherita Ligure (13-14 giugno 1998)*, Milano, 1998, 249-271; R. COSTI, *L'informazione societaria e i mercati regolamentati*, in *Società*, 1998, 878 ss.; G. FACCI, *Il danno da informazione*

fattispecie dell'abuso di informazioni privilegiate potrebbe concretizzarsi nei *trader* che, in alta frequenza (grazie ai supersistemi telematici), possono "carpire" anticipatamente le intenzioni di acquisto/vendita degli investitori, operando di conseguenza d'anticipo, per millesimi di secondo, rispetto al resto degli operatori, in forza dell'utilizzo di strumenti in sé assolutamente leciti.

In Italia, l'abuso di informazioni privilegiate<sup>9</sup> è disciplinato dal Testo Unico della Finanza (*ex d.lgs.n.58/98*) che ha recepito, nel 2005<sup>10</sup>, le indicazioni contenute dalle direttive europee 2003/6/CE, 2003/124/CE e 2003/125/CE. In particolare, l'art.184 T.U.F. prevede il reato di abuso di informazioni privilegiate per chiunque, essendone in possesso "[...] in ragione della sua qualità di membro di organi di amministrazione, direzione o controllo dell'emittente, della partecipazione al capitale dell'emittente, ovvero dell'esercizio di un'attività lavorativa, di una professione o di una funzione, anche pubblica, o di un ufficio: a) acquista, vende o compie altre operazioni, direttamente o indirettamente, per conto proprio o per conto di terzi, su strumenti finanziari utilizzando le informazioni medesime; b) comunica tali informazioni ad altri, al di fuori del normale esercizio del lavoro, della professione, della funzione o dell'ufficio; c) raccomanda o induce altri, sulla base di esse, al compimento di taluna delle operazioni indicate nella lettera a)". Ai sensi dell'art.181, co.1, T.U.F. si considera informazione privilegiata "[...] un'informazione di carattere preciso, che non è stata resa pubblica, concernente, direttamente o indirettamente, uno o più emittenti strumenti finanziari o uno o più strumenti finanziari, che, se resa pubblica, potrebbe influire in modo sensibile sui prezzi di tali strumenti finanziari". Assume importanza, dunque, l'applicazione della disciplina delle informazioni privilegiate con riguardo ai *flash orders*, poiché è oggetto di valutazione se tali *HFT* possano anche favorire manovre capaci di manipolare l'andamento di titoli sul mercato finanziario (c.d. aggio) quando orientati, o meglio programmati, per cambiare il prezzo o la percezione del valore fondamentale del titolo da parte degli agenti sul mercato. Il tutto, seguendo due modalità: 1.) la manipolazione operativa (c.d. *market based manipulation*); 2.) la manipolazione informativa (c.d. *information based manipulation*). La prima si realizza direttamente sui mercati finanziari attraverso l'effettuazione di operazioni di negoziazione (anche simulate); la

---

*finanziaria inesatta*, Bologna, 2009; R. LENER, *La diffusione delle informazioni <<price sensitive>> fra informazione societaria e informazione riservata*, in *Società*, 1999, 142 ss.; G. ROSSI, *L'informazione societaria al bivio*, in *Riv. soc.*, 1986, 1083 ss.; P. RUGGERI, *Gli obblighi di disclosure delle società quotate: alcuni problemi interpretativi*, in *Riv. dir. comm.*, 2009, I, 519 ss.; V. SALAFIA, *L'informativa societaria e l'efficienza del mercato*, in *Società*, 1999, 1029 ss..

<sup>9</sup> Sul punto, *ex plurimis*, si richiamano A. CRESPI, *Manipolazione del mercato e manipolazione di norme incriminatrici*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2009, I, 107 ss.; G. FERRARINI, *La nuova disciplina europea dell'abuso di mercato*, in *Riv. soc.*, 2004, 43 ss.; S. SEMINARA, *Disclose or abstain? La nozione di informazione privilegiata tra obblighi di comunicazione al pubblico e divieti di insider trading: riflessioni sulla determinatezza delle fattispecie sanzionatorie*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2008, I, 331 ss..

<sup>10</sup> Con la legge 18 aprile 2005, n.62 si dà attuazione in Italia alla direttiva comunitaria n.2003/6/CE che introduce nel T.U.F. il nuovo titolo I -bis ("Abuso di informazioni privilegiate e manipolazione del mercato") della parte V ("Sanzioni") - artt. 180-187-*quaterdecies*.

seconda, invece, consiste nella diffusione di informazioni false o tendenziose relative alla società emittente i titoli quotati sui mercati finanziari<sup>11</sup>.

C'è, dunque, un avvertimento della pericolosità insita negli *HFT* per il rischio che possano concretizzare, ancorché solo in termini telematici, *insider trading*<sup>12</sup> e *market manipulation*<sup>13</sup>, due

<sup>11</sup> A proposito della distinzione tra manipolazione operativa e manipolazione informativa si richiama M. MINENNA, *L'individuazione di fenomeni di abuso di mercato nei mercati finanziari: un approccio quantitativo*, in *Quaderni di finanza Consob*, n. 54 - maggio 2003, disponibile sul sito [www.consob.it](http://www.consob.it), p.5.

<sup>12</sup> Sul punto vedi F. MACCABRUNI, *Insider trading e analisi economica del diritto*, in *Giur. comm.*, 1995, I, 598 ss.. Nell'*insider trading* quanto agli interessi coinvolti e tutelati si possono distinguere: a.) un pregiudizio per la società emittente il valore mobiliare oggetto di *trading*; b.) un pregiudizio degli investitori direttamente o indirettamente coinvolti (*contemporaneous investors*); c.) un pregiudizio al mercato in sé, inteso come strumento di efficiente allocazione della ricchezza - danno pubblico. Quanto al pregiudizio di cui alle precedenti lett.b.) e c.) l'a. sottolinea che, "[...] l'operazione dell'*insider* danneggia immediatamente la controparte contrattuale dell'*insider* e al contempo tutti gli altri investitori che abbiano effettuato scambi sui medesimi titoli nel periodo di tempo che va dall'inizio del *trading* al momento in cui la notizia riservata viene resa pubblica; da ciò deriva la perdita di fiducia degli investitori verso il mercato con la conseguente perdita di liquidità ed efficienza dello stesso. Quindi un danno per le controparti contrattuali, per gli altri investitori e per il mercato (e dunque, ancora per gli emittenti e gli altri operatori)." (pp.617-618).

<sup>13</sup> Dalla comunicazione Consob n. DME/5078692 del 29 novembre 2005, recante *Esempi di manipolazione del mercato e di operazioni sospette indicati dal Committee of European Securities Regulators (CESR) nel documento 'Market Abuse Directive. Level 3 - First set of Cesr guidance and information on the common operation of the Directive'. Istruzioni per la segnalazione di operazioni sospette*. Tra gli esempi di manipolazione del mercato riferiti all'art.187-ter, co.3, lett.a), t.u.f., "c.d. false/misleading transactions (operazioni false o fuorvianti)" si richiamano: a.) – "Wash trades (Operazioni fittizie). Questo comportamento consiste nell'effettuare operazioni di acquisto o di vendita di uno strumento finanziario senza che si determini alcuna variazione negli interessi o nei diritti o nei rischi di mercato del beneficiario delle operazioni o dei beneficiari che agiscono di concerto o in modo collusivo."; b.) – "Painting the tape (Artefare il quadro delle operazioni). Questo comportamento consiste nell'effettuare un'operazione o una serie di operazioni che vengono mostrate al pubblico, anche su strutture telematiche o elettroniche, per fornire l'apparenza di una attività o di un movimento dei prezzi di uno strumento finanziario."; c.) – "Improper matched orders (Ordini abbinati in modo improprio). Operazioni che derivano da ordini di acquisto e di vendita immessi da soggetti che agiscono di concerto contemporaneamente ovvero quasi allo stesso momento, aventi gli stessi prezzi e gli stessi quantitativi; salvo che questi ordini siano legittimi ed effettuati in conformità alle regole del mercato (ad esempio, *cross orders*).". Tra gli esempi di manipolazione del mercato riferiti all'art.187-ter, co.3, lett.b), t.u.f., "c.d. price positioning (operazioni che fissano i prezzi a livelli anomali o artificiali)" si richiamano: a.) – "Abusive squeeze (Comprimere in modo abusivo il mercato). Questo comportamento prevede che i soggetti che hanno una significativa influenza sulla domanda o sull'offerta o sulla consegna di uno strumento finanziario o di un prodotto sottostante a uno strumento finanziario derivato abusano della posizione dominante in modo da distorcere significativamente il prezzo al quale altri operatori sono obbligati, per l'assolvimento dei loro impegni, a consegnare o ricevere o rinviare la consegna dello strumento finanziario o del prodotto sottostante. (Si deve tenere presente che: 1) la regolare interazione della domanda e dell'offerta può condurre, e spesso conduce, a rigidità nel mercato, ma questo fatto non implica di per sé una manipolazione del mercato; 2) disporre di una significativa influenza sulla domanda o sull'offerta o sulla consegna di uno strumento finanziario o di un prodotto sottostante non costituisce di per sé una manipolazione del mercato."); b.) – "Creation of a floor in the price pattern (Costituzione di una soglia minima al corso dei prezzi). Questo comportamento è di solito posto in essere dalle società emittenti o dai soggetti che le controllano. Si concludono operazioni o si inseriscono ordini in modo tale da evitare che i prezzi di mercato scendano al di sotto di un certo livello, principalmente per sottrarsi alle conseguenze negative derivanti dal connesso peggioramento del rating degli strumenti finanziari emessi. Questo comportamento deve essere tenuto distinto dalla conclusione di operazioni rientranti nei programmi di acquisto di azioni proprie o nella stabilizzazione degli strumenti finanziari previsti dalla normativa."; c.) – "Excessive bid-ask spread (Eccessive quotazioni "denaro - lettera"). Questo comportamento è di solito posto in essere da intermediari – quali gli specialisti o i market makers che operano di concerto – che abusando del loro potere di mercato posizionano e/o mantengono intenzionalmente il *bid-ask spread* su livelli artificiali e/o lontani dal *fair value*". Tra gli esempi di manipolazione del mercato riferiti all'art.187-ter, co.3, lett.c), t.u.f., "c.d. transactions involving fictitious devices/reception (operazioni che utilizzano artifici, inganni o espedienti)" si richiamano: a.) – "Pump and dump (Gonfiare e scaricare). Questo comportamento consiste nell'aprire una posizione lunga su uno strumento finanziario e quindi nell'effettuare ulteriori acquisti e/o diffondere fuorvianti informazioni positive sullo strumento finanziario in modo da aumentarne il prezzo. Gli altri partecipanti al mercato vengono quindi ingannati dal risultante effetto sul prezzo e sono indotti ad effettuare ulteriori acquisti. Il manipolatore vende così gli strumenti finanziari a prezzi più

fattispecie differenti in quanto, mentre la prima è sempre fondata sullo sfruttamento di un'informazione privilegiata, la seconda non lo è necessariamente. Inoltre, mentre gli *insider* operano sempre nella direzione determinata dal valore dell'informazione in loro possesso sull'andamento dei prezzi del titolo, i *manipulator* seguono una direzione dell'operatività non univoca ma, comunque, collegata alla tipologia di condotta manipolativa.

Si avverte, dunque la minaccia che gli *HFT* possano "giocare" su asimmetrie informative marcatamente presenti in termini di ordini telematici tramite supercomputer, eludendo l'economia dell'informazione<sup>14</sup>, basata sulla trasparenza intesa come valore vitale della società e del mercato<sup>15</sup>.

Nel segnalare la centralità dell'informazione per il corretto funzionamento dei mercati, si richiama l'icastico passo di Rordorf<sup>16</sup>: "In un mercato nel quale i prodotti in vendita non si pesano, non si

elevati."; b.) – "*Trash and cash* (Screditare e incassare). Questo comportamento è esattamente l'opposto del "*pump and dump*". Un soggetto prende una posizione ribassista su uno strumento finanziario ed effettua un'ulteriore attività di vendita e/o diffonde fuorvianti informazioni negative sullo strumento finanziario in modo da ridurne il prezzo. Il manipolatore chiude così la posizione dopo la caduta del prezzo."; c.) – "*Opening a position and closing it immediately after its public disclosure* (Aprire una posizione e chiuderla immediatamente dopo che è stata resa nota al pubblico). Questo comportamento è di solito posto in essere da grandi investitori o da gestori di patrimoni le cui scelte di investimento sono considerate dagli altri partecipanti al mercato come indicazioni rilevanti per la stima del futuro andamento dei prezzi. Tipicamente la condotta consiste nell'aprire una posizione e, quindi, nel chiuderla immediatamente dopo aver comunicato al pubblico di averla aperta, enfatizzando l'obiettivo di lungo periodo dell'investimento. Comunque, il comunicato al pubblico non assume di per sé alcun connotato manipolativo se è richiesto esplicitamente dalla disciplina o se è dalla stessa permesso.". Tra gli esempi di manipolazione del mercato riferiti all'art.187-ter, co.1, t.u.f. "**c.d. dissemination of false and misleading information (diffusione di informazioni false o fuorvianti)**" si richiamano: a.) – "*Spreading false / misleading information through the media* (Diffusione di informazioni false o fuorvianti tramite mezzi di comunicazione). Questo comportamento comprende l'inserimento di informazioni su Internet o la diffusione di un comunicato stampa che contengono affermazioni false o fuorvianti su una società emittente. Il soggetto che diffonde l'informazione è consapevole che essa è falsa o fuorviante e che è diffusa al fine di creare una falsa o fuorviante apparenza. La diffusione di informazioni false o fuorvianti tramite canali ufficiali di comunicazione è particolarmente grave in quanto i partecipanti al mercato tendono a fidarsi delle informazioni diffuse tramite tali canali."; b.) – "*Other behaviour designed to spread false / misleading information* (Altri comportamenti preordinati alla diffusione di informazioni false o fuorvianti). Questo tipo di manipolazione del mercato comprende le condotte progettate per fornire indicazioni false o fuorvianti tramite canali diversi dai mezzi di comunicazione di massa. Ad esempio, il movimento fisico di merci che crea un'apparenza fuorviante sulla domanda o sull'offerta di una merce o sulla consegna per un contratto futuro su merci.".

<sup>14</sup> Vedi M. ZILIOTTI, *L'economia dell'informazione*, Bologna, 2001. L'autore avverte che nella *network economy* il progresso tecnologico può tradursi non solo e non tanto nell'abbattimento, ma anche e soprattutto nell'ampliamento di asimmetrie informative, imponendo scenari di disequilibrio/equilibrio instabile e non necessariamente efficiente. In particolare Ziliotti segnala che il vaso di Pandora scoperto da Internet non consiste nel problema all'accesso all'informazione, quanto, piuttosto, nel problema di *eccesso* di informazioni. "La vera ricchezza della rete non risiede [...] nella quantità dell'informazione e nemmeno nella sua qualità: la vera ricchezza risiede nella possibilità di accesso e di manipolazione dell'informazione. La quantità di collegamenti tra siti e tra banche dati rende, in teoria, avvicicabile e localizzabile qualsiasi tipo di informazione. In questa diffusione dell'accesso all'informazione sta, in fondo, l'unica genuina rivoluzione dell'economia contemporanea." (p.47).

<sup>15</sup> Il principio di trasparenza nel mercato si risolve in un complesso processo informativo (multilaterale e multidirezionale) che mira a tutelare al tempo stesso interessi pubblici ed interessi privati. A tal proposito vedi F. GRANDE STEVENS, *Interesse dell'impresa e interesse del mercato: ricerca del punto d'equilibrio*, in *Società*, 1998, 886 ss., il quale sottolinea che "(l')impresa, la società per azioni che [...] ha una funzione sociale [...] deve fornire ogni informazione sul suo patrimonio, sulla sua attività ed i risultati di quest'ultima, perché i soci, dipendenti, collaboratori, fornitori, risparmiatori, finanziatori, ecc. non siano fuorviati o addirittura ingannati nella scelta dei loro rapporti con essa. E' giusto che queste informazioni siano date con un codice di regole economico-contabili [...] che faciliti la comprensione a tutti, proprio come avviene per una lingua e che questo costituisca un *minimo obbligatorio* di informazioni. Tuttavia se l'imprenditore può – e in taluni casi deve – integrare queste informazioni non può eccedere. Perché [...] non esiste soltanto una disinformazione per reticenza alla quale si ovvia con il *minimum* obbligatorio, ma esiste anche una disinformazione per indigestione." (p.887).



*toccano, non si assaggiano, non si apprezzano con lo sguardo, ma il cui valore è in larga misura dipendente da vicende e prospettive sottostanti, è chiaro che solo chi è correttamente informato è in condizione di perseguire e tutelare razionalmente i propri interessi. L'informazione – si suole aggiungere – fa il prezzo del prodotto finanziario sul mercato; ed il prezzo, a propria volta, esprime la sintesi delle informazioni di cui il mercato dispone. Un'informazione corretta e completa consente dunque che i prezzi siano significativi e rende il mercato efficiente: nel bene o nel male essa orienta il mercato.”.*

Così si spiega la *disclosure philosophy* che riconosce nell'informazione degli investitori l'obiettivo principale della disciplina del mercato e, di conseguenza, istituzionalizza il problema dell'asimmetria informativa, che agisce nel processo di formazione della volontà qualificandosi anche solo in termini di “interferenza telematica”.

Ci si interroga, dunque, se il vantaggio informativo derivante da supercomputer non rischi di influenzare le scelte effettuate da terzi sulla base di un “ritardo” informativo, che porta ad una tardiva elaborazione dei dati/ordini di borsa.

Sulla base di quanto appena detto, a prescindere dall'*insider trading* e dalla *market manipulation*, il tema dei *flash orders* si presenta alquanto complesso rischiando di minare, sia pure per via telematica, la parità di trattamento, nevralgica essenza dei mercati.

**AVV. FRANCESCO DONATO-SEMINARA**

---

<sup>16</sup> R. RORDORF, *Importanza e limiti dell'informazione nei mercati finanziari*, in *Giur. comm.*, 2002, I, 773.