

High Frequency Trading e informazioni privilegiate: Insider Trading “strutturale” o lecita superiorità informativa?

High Frequency Trading and insider information: “structural” insider trading or legitimate information superiority?

Federico Raffaele, Mario Manna *

ABSTRACT:

L'articolo si propone di analizzare le implicazioni della negoziazione algoritmica, in particolare dell'*High Frequency Trading* (HFT), rispetto alla disciplina dell'*insider trading* negli Stati Uniti e nell'Unione Europea, al fine di verificare se i meccanismi operativi degli HFT e i conseguenti vantaggi informativi di cui godono tali *trader* possano rientrare nel vigente divieto di *insider trading* in entrambi gli ordinamenti. Dopo aver descritto come gli HFT ottengano in pratica vantaggi informativi grazie alla co-ubicazione e ai *feed* privati rispetto ad altri HFT e ai cosiddetti *slow traders*, l'articolo confronta la disciplina sull'*insider trading* nell'UE e negli Stati Uniti, evidenziandone l'evoluzione e le principali differenze. La conclusione è che gli HFT possono essere considerati *insider traders* nell'UE, ma non negli Stati Uniti. A questo proposito, è più probabile che l'approccio della parità di informazioni adottato nell'ordinamento europeo (rispetto a quello statunitense) porti a sanzionare l'asimmetria tra operatori HFT e non HFT come una forma di *insider trading*. Ciò, a sua volta, pone alcuni interrogativi sul reale significato e sulla portata degli obblighi informativi gravanti in capo agli emittenti a beneficio dell'integrità dei mercati finanziari.

This article aims to analyze the implications of algorithmic trading, specifically of High Frequency Trading (HFT), with respect to the regulation of insider trading in the United States and in the European Union, in order to verify whether the operational mechanisms

* Federico Raffaele è professore straordinario di diritto commerciale, Università Telematica Internazionale UNINETTUNO; Mario Manna è dottorando di ricerca, LUISS Guido Carli; e-mail: fraffaele@luiss.it, mmanna@luiss.it. Seppur il presente lavoro sia frutto di riflessioni comuni degli autori, i paragrafi 1, 3, 4, 4.1, 5, 5.1, 6 sono attribuibili a Federico Raffaele, mentre i paragrafi 2, 2.1, 2.2, 4.2, 5.2, 7 sono attribuibili a Mario Manna. Dovuti ringraziamenti vanno ai proff. Filippo Annunziata, Sergio Gilotta ed Eugenio Ruggiero e al dott. Carlo Milia per commenti e spunti in merito a versioni iniziali del presente contributo.

of HFTs and the resulting informational benefits enjoyed by such traders may fall under the current ban on insider trading in both jurisdictions. After describing how HFTs practically gain informational advantages due to co-location and private feeds over other HFTs and the so-called slow traders, the article compares the insider trading disciplines in EU and in the US, tracing their respective evolution and the main differences between them. The conclusion is that HFTs may be considered as insider traders in EU, but not in the US. In this respect, the parity of information approach adopted in the European legislation is more likely (than the US approach) to lead to sanction the asymmetry between HFT and non-HFT traders as a form of insider trading. This, in turn, poses some questions on the real meaning and scope of disclosure obligations imposed to issuers for the benefit of financial markets integrity.

SOMMARIO:

1. Introduzione. – 2. HFT: analisi del fenomeno. – 2.1. Co-ubicazione. – 2.2. Accesso alle informazioni: flusso diretto dei dati. – 3. Il “vantaggio strutturale” degli HFT rispetto agli *slow trader* e il “vantaggio contingente” degli HFT destinatari dei flussi diretti di dati rispetto agli altri HFT. – 4. *Insider trading*: l’esperienza statunitense – 4.1. Dalla *disclose or abstain rule* alle *classical* e *misappropriation theory*. – 4.2. I recenti tentativi di “codificazione” dell’*insider trading*. – 5. La disciplina europea dell’*insider trading*: dalle origini degli anni Ottanta (del secolo scorso) fino al *Market Abuse Regulation*. – 5.1. La centralità della nozione di informazione privilegiata nella legislazione europea. – 5.2. I caratteri distintivi dell’informazione privilegiata. – 6. HFT e *insider trading*: una (tollerabile) breccia nel paradigma della parità informativa. – 7. Conclusioni.

1. Introduzione.

Sono passati dieci anni dall’avvento (ma meno dalla sua effettiva vigenza) del regolamento (UE) n. 596/2014, relativo agli abusi di mercato (c.d. MAR) e da più parti – non solo in dottrina¹, ma anche, e soprattutto, a livello di istituzioni² – se ne raccomanda una sorta di “tagliando”, tra le altre cose anche per rispondere agli interrogativi sulla tenuta del quadro normativo e sull’imputazione (ma ancor prima sulla stessa configurabilità) degli illeciti finanziari in questione compiuti mediante (o con l’ausilio di) sistemi di intelligenza artificiale³.

¹ Tra i vari, v., ad es., M. VENTORUZZO, *Questioni varie in tema di abusi di mercato*, in *Riv. soc.*, 2023, 183 ss., ma già Id., *The Concept of Insider Trading*, in *Market Abuse Regulation. Commentary and Annotated Guide*², a cura di M. VENTORUZZO, S. MOCK, Oxford, OUP, 2022, 25 ss.

² Si pensi, tra l’altro, al Rapporto del 2020 dell’ESMA in tema di revisione del MAR, che faceva seguito alla consultazione pubblica dell’anno precedente sul medesimo punto, nonché: la proposta della Commissione europea di regolamento di modifica del MAR (c.d. *CMU Listing Act*) di fine 2022.

³ In proposito, v., da ultimo, il Quaderno giuridico Consob n. 29 del maggio 2023, *AI e abusi di*

Ciò trova emblematica esemplificazione – in un contesto finanziario nel quale va consolidandosi negli ultimi anni un radicale cambio di paradigma operativo, che rende sempre più difficile distinguere l'azione umana da quella dei computer e dei programmi informatici, i quali investono sul mercato in maniera pressoché indipendente rispetto alle istruzioni impartite dagli operatori “persone fisiche” – nell'utilizzo sempre più frequente dei cosiddetti algoritmi di *high-frequency trading* (di seguito “HFT”) ⁴, caratterizzati dalla velocità di acquisizione ed elaborazione delle informazioni di mercato e di reazione a tali informazioni, nonché da una certa “autonomia decisionale” ⁵. I *trader* HFT, grazie alla superiorità cognitiva (alimentata, ed è qui il cuore del problema, dai servizi offerti – a pagamento – dalle sedi di negoziazione), riescono a processare le informazioni di mercato “meglio” e prima dei c.d. “*slow trader*”, ottenendo comparativamente maggiori profitti.

Si configura, quindi, una situazione di strutturale asimmetria tra categorie di investitori in termini di condizioni di accesso alle informazioni che, dalla prospettiva della disciplina dell'*insider trading* – tralasciando, invece, i numerosi temi che il *trading* ad alta frequenza pone in termini di efficienza, specie allocativa, dei mercati (peraltro già abbondantemente affrontati in dottrina) ⁶ –, occorre valutare

mercato: le leggi della robotica si applicano alle operazioni finanziarie?, a cura di F. CONSULICH, M. MAUGERI, C. MILLA, T.N. POLI, G. TROVATORE.

⁴ Sul tema la letteratura è ormai molto consistente; ci si limita, pertanto, a segnalare solamente alcuni tra i contributi in materia: v., *ex multis*, F. ANNUNZIATA, *Artificial Intelligence and Market Abuse Legislation. A European Perspective*, Cheltenham, Edward Elgar, 2023, 149 ss.; M. GARGANTINI, M. SIRI, *Il «prezzo dei prezzi». Una soluzione di mercato ai rischi dell'high frequency trading*, in *Riv. soc.*, 2019, 1100 ss.; G. BALP, G. STRAMPELLI, *Preserving Capital Market Efficiency in High-Frequency Trading Era*, in *J. Law, Tech. & Pol.*, 2018, 350 ss.; R. VEIL, *European Capital Markets Law*, Oxford-Portland, Hart Publishing, 2017, 481 ss.; P.H. CONAC, *Algorithmic Trading and High Frequency Trading (HFT)*, in *Regulation of the EU Financial Markets, MiFID II and MiFIR*, ed. by D. BUSCH, G. FERRARINI, Oxford, Oxford Press University, 2017, 469; D. LEIS, *High Frequency Trading: Market Manipulation and Systemic Risks from an EU Perspective*, 2012, disponibile su https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2108344; P. GOMBER *et al.*, *High Frequency Trading*, 2011, disponibile su https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1858626; D. EASLEY *et al.*, *High Frequency Trading: New Realities for Traders, Markets and Regulators*, London, Risk Books, 2013; W. MATTLI, *Global Algorithmic Capital Markets: High Frequency Trading, Dark Pools and Regulatory Challenges*, Oxford, Oxford University Press, 2018.

⁵ Secondo J. BRECKENFELDER, *How does competition among high-frequency traders affect market liquidity?*, in *Research Bulletin* 78, 2020, disponibile su <https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-research/resbull/2020/html/ecb.rb201215~210477c6b0.en.htm>, nel biennio 2019-2020, il volume di scambi riconducibile all'HFT ha rappresentato circa il 50% degli scambi effettuati nei mercati azionari statunitensi, mentre nei mercati europei la sua quota si è attestata tra il 24% e il 43% del volume degli scambi.

⁶ V., *ex multis*, V. CAIVANO *et al.*, *Il trading ad alta frequenza. Caratteristiche, effetti, questioni di policy*, in www.consob.it, 5 dicembre, 2012, 7-18; E.O. BARRALES: *Lessons From the Flash Crash for the Regulation of High Frequency Traders*, in *Fordham J. Corp. & Fin. L.*,

se possa qualificarsi come indebita, sì da poter integrare eventualmente gli estremi dell'illecito di abuso di informazioni privilegiate.

In effetti, benché, anche con specifico riferimento al profilo degli abusi di mercato, gran parte dell'analisi fin qui svolta in letteratura abbia affrontato il fenomeno del *trading* ad alta frequenza con precipuo riguardo agli aspetti manipolativi che possono derivare da un utilizzo erroneo e/o fraudolento di tale tecnica di negoziazione e ai rischi correlati per la stabilità degli scambi⁷ (mentre, di contro, minor attenzione è stata dedicata al rapporto tra *trading* ad alta frequenza e abuso di informazioni privilegiate), interrogarsi in merito alla configurabilità di pratiche di *insider trading* non rappresenta un esercizio di mera riflessione teorica, sol che si ponga mente, tra l'altro, ai due seguenti episodi che hanno riguardato il fenomeno degli HFT in Europa e negli Stati Uniti.

Nell'Unione europea, una recente vicenda⁸ – di cui si dirà più diffusamente *infra* – ha visto protagonista Euronext-Amsterdam, la quale, tramite l'utilizzo della piattaforma Optiq, parrebbe aver concesso dei vantaggi di natura informativa ai *trader* HFT che usufruivano dei servizi di co-ubicazione e dei flussi diretti di dati (concetti tecnici su cui si tornerà nei prossimi due paragrafi) forniti

2012, 1199 ss.; A. PUORRO, *High Frequency Trading: una panoramica*, in Banca d'Italia, *Questioni di economia e finanza*, disponibile su www.bancaditalia.it, 10 ss.; G. STRAMPELLI, *L'informazione societaria a quindici anni dal T.U.F.: profili evolutivi e problemi*, in *Riv. soc.*, 2014, 991 ss.; F. CONSULICH, *Il nastro di Möbius. Intelligenza artificiale e imputazione penale nelle nuove forme di abuso del mercato*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2018, I, 195 ss.; M. PALMISANO, *L'abuso di mercato nell'era delle nuove tecnologie. Trading algoritmico e principio di personalità dell'illecito penale*, in *Dir. pen. cont.*, 2019; P. LUCANTONI, *L'High Frequency trading nel prisma della vigilanza algoritmica del mercato*, in *AGE*, 2019, 297 ss., EAD., *Negoziazioni ad alta frequenza tra oclorazia dell'algoritmo e gamification del contratto di investimento*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2021, 114 ss.; M. BERTANI, *Trading algoritmico ad alta frequenza e tutela dello «slow trader»*, in *AGE*, 2019, 261 ss., A. NUZZO, *Contenuti e forme dell'informazione societaria tra passato presente e futuro. Titoli e operatori atipici nell'era dell'algoritmo*, *ivi*, 571 ss.

⁷ Si pensi al *flash crash* del 6 maggio 2010, in cui i mercati azionari USA hanno perso oltre il 10% in pochi minuti per poi recuperare rapidamente nella stessa giornata. In quella circostanza l'operare degli HFT ha amplificato il ribasso dei prezzi, come analizzato anche in base ad alcuni studi della SEC (*Securities and Exchange Commission*): *Findings regarding the market events of May 6, 2010 report of the staffs of the cftc and sec to the joint advisory committee on emerging regulatory issues*, disponibile su <https://www.sec.gov/files/marketevents-report.pdf>. Si pensi altresì a quanto avvenne nel corso di quindici minuti sui mercati finanziari americani in occasione del *flash crash* del 23 aprile del 2013: a seguito della falsa notizia di un attentato a Barack Obama, gli HFT hanno processato la notizia prima di ogni altro operatore, intuendo un effetto ribassista sui mercati e, dunque, anticipandone la verifica e amplificandone la portata. Nell'arco di quindici minuti gli operatori algoritmici hanno maturato 600 milioni di dollari di profitti. Sul tema, in letteratura, v. gli Autori citati alla nota precedente.

⁸ Het Financieele Dagblad, *Euronext Geeft Fertshandlaren Anzichtbase Voorsprong*, 5 ottobre 2020; disponibile al seguente indirizzo: <https://fd.nl/beurs/1358641/euronext-geeft-flitshandelaren-onzichtbare-voorsprong-olb1caYxA4WA>.

dalla medesima Euronext-Amsterdam: segnatamente, tramite l'utilizzo combinato dei suddetti servizi, che consente di ricevere informazioni post-negoziazione in anticipo rispetto agli altri operatori, i *trader* HFT avrebbero avuto la possibilità di accedere ad informazioni afferenti ad operazioni di cui loro stessi erano parte (*i.e.* l'avvenuta esecuzione dell'operazione stessa) prima degli altri *trader*. Questo vantaggio, seppur minimo (in termini di secondi e frazioni di essi), avrebbe consentito altresì ai *trader* HFT di effettuare stime più precise sulla domanda e l'offerta di un titolo nonché prevedere più accuratamente le fluttuazioni dei prezzi⁹.

Negli Stati Uniti¹⁰, lo squilibrio informativo che consegue dall'utilizzo combinato dei servizi di co-ubicazione e flussi diretti di dati forniti dalle sedi di negoziazione ai *trader* HFT ha particolarmente interessato la *Securities and Exchange Commission* (SEC)¹¹, la quale, nel dicembre 2020, ha approvato una proposta di modifica della regolamentazione in materia di raccolta e distribuzione dei dati di mercato¹²: la proposta – di cui si dirà più diffusamente *infra* – aveva come obiettivo quello di garantire un'informazione qualitativamente e quantitativamente migliore e più veloce anche ai *trader* che non possono permettersi gli ingenti investimenti connessi ai flussi diretti di dati forniti privatamente dalle piattaforme di mercato¹³. La proposta ha tuttavia trovato la ferma opposizione delle principali sedi di negoziazione (*i.e.* NYSE e NASDAQ)¹⁴, le quali hanno – in parte con successo¹⁵ – im-

⁹ Sulla vicenda, v. per tutti M.J. GILTJES, A. PIJLS, *Informational Advantages of Euronext Trading System: Colocation and Private Feeds*, in *Oxford Business Law Blog*, 26 marzo 2021, disponibile presso <https://blogs.law.ox.ac.uk/business-law-blog/blog/2021/03/informational-advantages-euronexts-trading-system-colocation-and>; da ultimo, v. M.J. GILTJES, *The Relevance and Regulation of Microsecond Differences in the Era of High-Frequency Trading: Private Feeds, Transaction Confirmations and Co-location*, in 18 *Cap. Mark. L. J.*, 2024, 1 ss.

¹⁰ Negli Stati Uniti il dibattito sull'*High Frequency Trading* ha acquisito una dimensione di rilievo, anche mediatica, già nel 2014 grazie alla pubblicazione del libro di M. LEWIS, *Flash Boys. A Wall Street Revolt*, in cui l'autore sosteneva che il mercato borsistico statunitense fosse sostanzialmente "truccato" in favore dei *trader* HFT, i quali godevano di ingenti profitti, a scapito dei c.d. *slow trader*, accedendo, secondo l'autore, ad informazioni non pubbliche; sul punto, v. M. PHILIPS, *Is High-Frequency Trading Insider Trading?*, Bloomberg Businessweek, 4 aprile 2014; M. PHILIPS, D. MICHAELS, S. BRUSH, *High-Frequency Trading an Enigma for SEC After Years as Priority*, Bloomberg Businessweek, 10 aprile 2014.

¹¹ FINANCIAL TIMES, *US market data shake-up aims to narrow high-frequency advantage*, 15 febbraio 2020, disponibile presso <https://www.ft.com/content/3b0ff0ce-4f83-11ea-95a0-43d18ec715f5>.

¹² *Id.*, *US exchanges face added pressure on data fees under SEC clampdown*, 9 dicembre 2020, disponibile presso <https://www.ft.com/content/b405e08d-d65f-4251-a293-00d75499e4ee>.

¹³ Disponibile presso <https://www.sec.gov/news/press-release/2020-311>.

¹⁴ FINANCIAL TIMES, *US stock exchanges sue SEC over data rule changes*, 10 febbraio 2021, disponibile presso <https://www.ft.com/content/e5e707d0-6914-4331-a50b-97d44f785f1f>.

¹⁵ Sul punto J. MCRANK, *U.S. Exchanges Win Court Appeal on SEC Market Data Order*, 6

pugnato la modifica, sostenendo, tra le altre cose, che la proposta arrecasse una ingiustificata lesione al legittimo *business* dei flussi diretti di dati gestito dalle stesse piattaforme di mercato.

Anche alla luce di questi episodi concreti, gli HFT – riguardati *sub specie insider trading* – paiono implicare un duplice livello di asimmetria informativa, la cui liceità val la pena indagare: la prima, quasi ontologica, rispetto all'insieme degli investitori (umani) non algoritmici; la seconda, più contingente (e legata a specifiche dinamiche anche negoziali), tutta interna alla categoria degli *algo-trader* (a seconda della disponibilità anticipata di talune informazioni di mercato).

Presupposto indefettibile per tale indagine è la verifica, dal punto di vista normativo, che la/e informazione/i di cui essi vengono a disporre possa/no essere effettivamente qualificata/e come “privilegiata/e” (o, detto altrimenti, se ricorrano o meno tutti i requisiti che definiscono un’informazione come privilegiata).

Ciò, perlomeno, nella prospettiva di analisi europea. Poiché, anche per effetto di differenti genesi e sviluppo della disciplina in materia di *insider trading* negli Stati Uniti e nell’Unione europea, che conduce in definitiva ad una dissimile *ratio* incriminatrice, la risposta alla domanda di ricerca sarà affatto diversa con riferimento ai due ordinamenti: invero, la conclusione è che, alla luce della vigente normativa statunitense ed europea in materia di abusi di mercato, l’HFT non può integrare gli estremi dell’illecito di *insider trading* nell’ordinamento americano, mentre, stante la “rigida” *ratio puniendi* che informa il divieto di abuso di informazioni privilegiate in quello eurounitario, lo squilibrio derivante dall’utilizzo da parte degli HFT delle informazioni messe a loro disposizione dalle sedi di negoziazione attraverso i servizi di co-ubicazione e *private feed* potrebbe essere ascritto, in assenza di apposita esenzione normativa, allo spettro applicativo dell’illecito di *insider trading*. Ciò vieppiù alla luce della deriva, certamente da stigmatizzare, verso un ipertrofico ricorso – peraltro già abbastanza comune nel diritto, specie giurisprudenziale, del mercato dei capitali europeo – in chiave vagamente eticizzante all’archetipo dell’*insider trading* per sanzionare ogni concreta o presunta situazione di squilibrio informativo.

Al fine di dimostrare quanto precede, il presente contributo verrà pertanto strutturato come segue.

In primo luogo, si procederà a descrivere il fenomeno dell’HFT da un punto di vista tecnologico e operativo, illustrando precipuamente le “fonti” della summenzionata asimmetria informativa, ossia la co-ubicazione e i flussi diretti di dati.

Successivamente, seguirà un’analisi diacronica dei due ordinamenti di riferi-

luglio 2022, disponibile presso <https://www.reuters.com/markets/us/us-exchanges-win-court-appeal-sec-market-data-order-2022-07-05/>.

mento in questo ambito, ossia quello degli Stati Uniti¹⁶ e quello dell'Unione europea¹⁷.

Infine, dopo aver dimostrato che l'HFT potrebbe rappresentare un'epifania di *insider trading* (negli ordinamenti considerati), si rifletterà sulle possibili implicazioni, non soltanto *de jure condendo* ma propriamente "di sistema", del fatto che il vantaggio informativo proprio degli HFT rischi concretamente di collidere con il principio di parità di accesso alle informazioni che informa la disciplina dell'Unione europea.

2. HFT: analisi del fenomeno.

Per descrivere da un punto di vista strutturale ed operativo l'HFT, si può utilmente partire dalla ricognizione normativa europea del fenomeno che, nella MiFID II¹⁸, definisce il *trading* algoritmico come una tecnica di «negoiazione di strumenti finanziari in cui un algoritmo informatizzato determina automaticamente i parametri individuali degli ordini, come ad esempio se avviare l'ordine, i tempi, il prezzo o la quantità dell'ordine o come gestire l'ordine dopo la

¹⁶ Quanto alla disciplina statunitense, partendo dalla *Section 10(b)* del *Securities Exchange Act* del 1934 e dalla regolamentazione della SEC contenuta nella *Rule 10b-5*, si analizzerà lo sviluppo (quasi pirandelliano) del percorso, prevalentemente giurisprudenziale, di tale ordinamento in cerca (non di autore ma) di una *ratio* soddisfacente per l'illecito di abuso di informazioni privilegiate: dall'originaria regola "*disclose or abstain*" alle pronunce a firma del giudice Powell, che hanno posto a fondamento dell'illecito la violazione di un "*fiduciary duty*" da parte di un *corporate insider*, sino alla *misappropriation theory*, in forza della quale non è invece necessario che il *trader* sia un *corporate insider* ai fini della configurazione dell'illecito. Infine, come ultima tappa (per il momento) di siffatto percorso, verrà analizzata la recente proposta, attualmente in Senato, di *Insider Trading Prohibition Act* (ITPA). All'esito di tale disamina, resta comunque il fatto che l'elemento qualificante del divieto di *insider trading* negli Stati Uniti, al netto delle modifiche intervenute nel corso del tempo, risiede nell'illiceità della modalità di acquisizione delle informazioni privilegiate, dal momento che l'*insider trading* nella declinazione statunitense appare imperniato attorno al compimento di condotte *lato sensu* fraudolente.

¹⁷ Di converso, pur forse con un eccesso di sintesi, con riferimento alla disciplina eurolunitaria, si può dire che, indipendentemente dalle modalità di acquisizione, ciò che rileva è la effettiva detenzione di un'informazione privilegiata, attorno alla quale viene costruito un divieto assoluto di negoziazione, a sua volta presidio e garanzia di una (tendenziale) parità di accesso alle informazioni, anche in chiave di tutela della trasparenza del mercato: ciò è, infatti, quanto emerge dalla sequenza che, a partire dalla direttiva 89/592/CE, sul coordinamento delle normative concernenti le operazioni effettuate da persone in possesso di informazioni privilegiate, conduce alla direttiva 2003/6/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 28 gennaio 2003 relativa all'abuso di informazioni privilegiate e alla manipolazione del mercato (c.d. MAD), fino poi al regolamento (UE) n. 596/2014, relativo agli abusi di mercato (c.d. MAR).

¹⁸ Direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio del 15 maggio 2014 relativa ai mercati degli strumenti finanziari.

sua presentazione, con intervento umano minimo o nullo e non comprende i sistemi utilizzati unicamente per trasmettere ordini a una o più sedi di negoziazione, per trattare ordini che non comportano la determinazione di parametri di trading, per confermare ordini o per eseguire il trattamento post-negoziazione delle operazioni eseguite».

Quanto all'HFT – che viene concepito in rapporto di *species* a *genus* rispetto al *trading* algoritmico – la medesima disciplina lo definisce come «qualsiasi tecnica di negoziazione algoritmica caratterizzata da: a) infrastrutture volte a ridurre al minimo le latenze di rete e di altro genere, compresa almeno una delle strutture per l'inserimento algoritmico dell'ordine: co-ubicazione, hosting di prossimità o accesso elettronico diretto a velocità elevata; b) determinazione da parte del sistema dell'inizializzazione, generazione, trasmissione o esecuzione dell'ordine senza intervento umano per il singolo ordine o negoziazione; c) elevato traffico infragiornaliero di messaggi consistenti in ordini, quotazioni o cancellazioni».

Se, dunque, la negoziazione algoritmica si qualifica come una tecnica che garantisce un aumento di liquidità, una simultanea partecipazione a diverse sedi di negoziazione e una più efficiente gestione degli ordini dei clienti, l'HFT si caratterizza, più specificamente, per l'impiego degli algoritmi, nella fase di esecuzione delle operazioni nonché in quella, antecedente, di ideazione o decisione di compierle; fase quest'ultima che, a sua volta, non è più (necessariamente) appannaggio della determinazione dei soggetti-persone fisiche, bensì dei calcoli matematici elaborati dagli stessi sistemi algoritmici, ora in grado di prendere decisioni autonome¹⁹.

Segnatamente, gli HFT sono in grado, in pochi millisecondi, di portare a termine un'operazione e liquidarla, nonché di modificare o annullare più volte un ordine di acquisto o vendita, subito dopo averlo immesso nel mercato, in modo da adattarlo immediatamente ai cambiamenti intervenuti nel frattempo²⁰. Gli HFT sono, inoltre, capaci di apprendere dal contesto in cui operano, modificando le proprie strategie operative, senza la necessità di ricevere istruzioni aggiuntive rispetto a quelle inizialmente impartite dal programmatore-persona fisica²¹. Pertanto, gli HFT hanno un vantaggio competitivo, di natura (para-)cognitiva, dovuto alla loro superiorità in termini di velocità operativa, il che, unitamente all'accesso preferenziale a talune informazioni di mercato, consente loro di modificare i prez-

¹⁹ In concreto, una “rigida” distinzione concettuale tra le varie “fasi” va perdendo spessore. Ad es., adesso, la fase dell'ideazione può essere adottata anche dai c.d. *algo slow-trader*, come può succedere, in ipotesi, nel caso di un investitore istituzionale (*slow trader*) che utilizzi un algoritmo per decidere “se” coprire una posizione, con quale tempistica e con quale aggressività di esecuzione degli ordini.

²⁰ V. nt. precedente.

²¹ *Ibidem*.

zi dei titoli su cui commerciano, prima che le informazioni di mercato raggiungano i c.d. *slow trader*²².

Tale inquadramento è, del resto, coerente anche con la ricostruzione che si dà del fenomeno negli Stati Uniti, ove, con approccio meramente descrittivo anziché prescrittivo (in ciò distinguendosi dall'impostazione europea), la SEC, già nel 2010, diceva degli HFT che, sebbene «[t]he term is relatively new and is not yet clearly defined [and ...] typically is used to refer to professional traders acting in a proprietary capacity that engage in strategies that generate a large number of trades on a daily basis [...], characteristics often attributed to [...] firms engaged in HFT are: (1) the use of extraordinarily high-speed and sophisticated computer programs for generating, routing, and executing orders; (2) use of co-location services and individual data feeds offered by exchanges and others to minimize network and other types of latencies; (3) very short timeframes for establishing and liquidating positions; (4) the submission of numerous orders that are cancelled shortly after submission; and (5) ending the trading day in as close to a flat position as possible (that is, not carrying significant, unhedged positions overnight)»²³.

In definitiva, il fenomeno in questione, pur riguardato, da diversa prospettiva, in ambo gli ordinamenti pare presentare un comune nucleo essenziale di contenuto, i cui elementi qualificanti sono: a) la vicinanza “fisica” agli scambi (c.d. co-ubicazione); b) i flussi di dati diretti sulle attività di scambio; c) la programmazione (algoritmica) che consente una reazione immediata a nuove informazioni.

2.1. Co-ubicazione.

Concentrandoci sui primi due elementi qualificanti summenzionati, per quel che concerne la co-ubicazione, si può dire che la stessa definisce la capacità dei *trader* di posizionare fisicamente i propri *server* accanto a quelli di una sede di negoziazione²⁴.

Poiché la velocità è essenziale, l'HFT è in sostanza vincolato dalla geografia. Se gli ordini di un operatore devono percorrere lunghe distanze per raggiungere una sede di negoziazione, si pone un problema competitivo rispetto ai concorrenti situati in una posizione più prossima alle sedi di negoziazione. Le distanze ritardano l'arrivo degli ordini di un *trader*, aumentando altresì il tempo necessario allo stesso per ricevere informazioni dalla medesima sede di negoziazione.

In siffatto contesto, la co-ubicazione è divenuta un vero e proprio servizio che

²² V. anche Y. YADAV, *Insider Trading and Market Structure*, in *UCLA L. Rev.*, 2016, 971 ss.

²³ V. *Concept Release on Equity Market Structure*, *Exchange Act Release* No. 61,358, 75 Fed. Reg., 2010, disponibile presso <https://www.sec.gov/rules/concept/2010/34-61358fr.pdf>.

²⁴ V. J.A. BROGAARD ET AL., *High Frequency Trading and Price Discovery*, 2014, disponibile presso https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1928510.

le sedi di negoziazione offrono agli operatori, garantendo la vicinanza fisica ai *server* da cui transitano gli ordini di scambio. Tale vicinanza comporta, infatti, significativi vantaggi competitivi: un *trader* può acquisire in tal modo il miglior prezzo di offerta disponibile per un titolo quotato dal momento che il suo ordine arriva ai motori di abbinamento dello scambio più velocemente di quelli di un concorrente più “distante”²⁵.

La co-ubicazione rappresenta anche un beneficio per le sedi di negoziazione, dal momento che consente loro di conseguire vantaggi economici e reputazionali nella misura in cui contribuisce ad aumentare la redditività degli scambi. Le principali sedi di negoziazione, infatti, addebitano commissioni di co-ubicazione agli operatori che vogliono avvalersi del servizio²⁶.

Dal punto di vista normativo, in Europa, la MiFID II disciplina la co-ubicazione mirando a garantire che le norme sul punto siano «trasparenti, eque e non discriminatorie». A tal fine, l'art. 48, par. 12, lett. d), MiFID II richiede alle sedi di negoziazione di offrire tali servizi su base non discriminatoria, equa e trasparente e di garantire che le strutture tariffarie non creino incentivi per condizioni commerciali o abusi di mercato²⁷. Al fine di considerare come “equo” e “non discriminatorio” il servizio di co-ubicazione offerto da una sede di negoziazione, è necessario che, sulla base di criteri oggettivi, lo stesso sia fornito a tutti gli utenti alle stesse condizioni e tariffe, senza alcun obbligo di acquisto di servizi *in bundle*.

In definitiva, la MiFID II non ritiene illegittima – ma, anzi, regolandola, la considera “fisiologica” o strutturale – l’asimmetria informativa che, nei fatti, si verifica tra gli investitori e che deriva da servizi di co-ubicazione (e, come si vedrà, flusso diretto dei dati) forniti dalle sedi di negoziazione²⁸.

Negli Stati Uniti, allo stesso modo, le sedi di negoziazione devono garantire che i termini in base ai quali offrono servizi di co-ubicazione siano presentati alla SEC per la revisione e siano conformi alla normativa vigente sugli scambi com-

²⁵ Grazie alla co-ubicazione, un *trader* potrebbe ridurre il suo tempo di esecuzione di un millisecondo, il tempo che normalmente impiegherebbe il suo ordine a percorrere 100 miglia. Di qui, la società di ricerche di mercato statunitense TabbFORUM ha stimato che solo un millisecondo di vantaggio nel *trading* può tradursi in 100 milioni di dollari di vantaggio per un *trader* nel corso di un anno. V. T. OBERHAUS, *High Frequency Trading: The Colocation Advantage*, TABB FORUM, 2014 disponibile presso <http://tabbforum.com/opinions/high-frequency-trading-the-co-location-advantage>.

²⁶ In questo senso, v. MARKETS MEDIA, *Can We Get Closer: What's Next in Co-Location?*, 2012, disponibile presso <http://marketsmedia.com/closer-whats-co-location>.

²⁷ La disciplina di dettaglio dei servizi di co-ubicazione è contenuta nel regolamento delegato (UE) 2017/573 della Commissione, del 6 giugno 2016, che integra la direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio relativa ai mercati degli strumenti finanziari per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione sui requisiti volti a garantire che i servizi di co-ubicazione e le strutture delle commissioni siano equi e non discriminatori.

²⁸ V., in questo senso, G. BALP, G. STRAMPELLI, (nt. 4), 379.

merciali e alle leggi sui titoli rispettivamente applicabili. Segnatamente, ai sensi del *Securities and Exchange Act* del 1934, i servizi di scambio devono essere resi disponibili ai *trader* in modo non discriminatorio, senza danneggiare gli investitori e in maniera tale da non disturbare il funzionamento di un mercato libero e aperto²⁹. Eventuali commissioni applicate per il servizio di co-ubicazione devono essere rese pubbliche e devono essere economicamente “ragionevoli”³⁰.

2.2. Accesso alle informazioni: flusso diretto dei dati.

Anche per quanto concerne il secondo elemento sopra menzionato, i flussi diretti di dati, l'attuale regolamentazione nei due ordinamenti considerati consente agli HFT di ricevere tali flussi direttamente dalle sedi di negoziazione³¹. Tuttavia, come già anticipato, le possibili disparità informative connesse ai flussi diretti di dati hanno fatto discutere sia negli Stati Uniti che nell'Unione europea.

Partendo stavolta dagli Stati Uniti, giova ricordare che, in tale ordinamento, è ritenuto d'interesse del legislatore che le diverse sedi di negoziazione competano tra loro per offrire il miglior prezzo per i titoli quotati e far sì che questo prezzo venga visualizzato pubblicamente.

L'obiettivo di politica legislativa perseguito è semplice: gli investitori devono essere in grado di negoziare al miglior prezzo visualizzato nel *National Market System* (NMS)³². Per ottenere questo prezzo, detto *National Best Bid Offer* (NBBO), per qualsiasi titolo, le sedi di negoziazione devono inviare regolarmente le loro migliori quotazioni presso un *repository*: il *Security Information Processor* (SIP), progettato per consolidare queste informazioni, aggregare le varie quotazioni e fornire l'NBBO per il mercato. Il SIP garantisce che l'NMS generi continuamente l'NBBO per gli investitori e mantenga un *benchmark* chiaro per salvaguardare gli investitori da eventuali speculazioni³³.

Sebbene le finalità connesse al suddetto meccanismo siano volte a garantire la parità di informazione tra gli investitori, il processo di generazione dell'NBBO crea anche *deficit* informativi e costi di elaborazione.

In primo luogo, crea un ritardo nel sistema. Le informazioni devono essere presentate al SIP, che consolida tutti i dati e genera l'NBBO per il mercato. Chiaramente, questo processo, per quanto celere possa essere, richiede comun-

²⁹ *Securities Exchange Act*, 1934, § 6(b)(5), 15 U.S.C. 78f(b)(5).

³⁰ *Securities Exchange Act*, 1934, § 6(b)(4), 15 U.S.C. 78f(b)(4).

³¹ Sul punto v. G. STONE, *SIP vs. Direct Feeds Latency: What Are the Rules?*, *Bloomberg Tradebook* 2014, disponibile presso <http://www.bloombergtradebook.com/blog/sip-vs-direct-feeds-latency-rules>.

³² *Regulation National Market System Rule 600*, 17 C.F.R. § 242.600 (2010); *Regulation National Market System Rule 611*, 17 C.F.R. § 242.611.

³³ In questo senso, v. Y. YADAV, (nt. 22), 998.

que un certo margine di tempo. Nei millisecondi necessari al SIP per fornire il prezzo visualizzato, gli HFT, grazie alle informazioni ricevute “individualmente” tramite i flussi diretti di dati, potrebbero compiere (e in effetti compiono) le prime operazioni e i prezzi ne risentirebbero (e in effetti ne risentono). Pertanto, nel momento in cui il SIP trasmetta un prezzo, questo dato rischia di essere, di fatto, già obsoleto³⁴.

In secondo luogo, le informazioni che le sedi di negoziazione devono fornire per generare l'NBBO – le loro migliori quotazioni per acquistare e vendere un titolo – hanno un relativo contenuto informativo³⁵: per avere un quadro più completo, sarebbero opportuni maggiori dettagli, come, ad esempio, la dimensione degli ordini di un determinato titolo, i soggetti che stanno facendo *trading* e le rispettive strategie³⁶. Inevitabilmente, i ritardi accumulati nell'invio dei dati al SIP, così come le lacune informative dei dati che vengono inviati, evidenziano la necessità di maggior celerità e qualità delle informazioni. Con il *trading* che avviene in microsecondi, anche i piccoli ritardi nella generazione dell'NBBO sono significativi.

In considerazione di tali *deficit* strutturali, le sedi di negoziazione, insieme a una serie di specialisti della raccolta dati, hanno deciso di offrire l'accesso ai flussi diretti di dati tramite un collegamento tra i propri *server* e quelli appartenenti ai singoli *trader*.

I flussi diretti di dati apportano notevoli vantaggi a tutti i *trader* che li ricevono, ma soprattutto a quelli che già si avvalgono della co-ubicazione. Piuttosto che fare affidamento sul SIP per ricevere l'NBBO, i *trader* possono definire da sé il miglior prezzo di mercato. Raccogliendo dati dalle diverse piattaforme di mercato, analizzandoli e stimando il proprio miglior prezzo, i *trader* sono in grado di calibrare privatamente un *benchmark* più affidabile e veritiero. I singoli *trader* possono anche sviluppare un quadro più dettagliato dell'attività di mercato: infatti, i dati inclusi nei flussi diretti sono spesso molto più approfonditi delle informazioni fornite al SIP. Le sedi di negoziazione sono altresì in grado di fornire una varietà di servizi ai *trader*, offrendo loro una scelta tra i possibili flussi acquistabili, che variano nella profondità e nei dettagli informativi forniti³⁷.

La regolamentazione negli Stati Uniti³⁸ richiede che le sedi di negoziazione forniscano un ampio accesso ai propri dati. In quanto elementi centrali dell'infra-

³⁴ Sulla “lentezza” dell'NBBO rispetto ai flussi diretti di dati, v. S. DING ET AL., *How Slow Is the NBBO? A Comparison with Direct Exchange Feeds*, in 49 *Fin. Rev.*, 2014, 313 ss.

³⁵ Da un punto di vista econometrico, la previsione derivante da queste informazioni è, comunque, valida, anche se ulteriori dettagli sarebbero utili.

³⁶ Sul punto, v. M O'HARA et al., *What's Not There: The Odd-Lot Bias in TAQ Data*, 2011, disponibile presso http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1892972.

³⁷ V. S. DING et al., (nt. 34), 315 ss.

³⁸ *Regulation National Market System Rule 603*, 17 C.F.R. § 242.603

struttura del mercato, le sedi di negoziazione devono fornire informazioni a tutti gli investitori in modo equo e non discriminatorio. Tuttavia, la portata di tale obbligo è di fatto limitata, in quanto non è necessario che le sedi di negoziazione assicurino che tutti gli investitori ricevano queste informazioni contemporaneamente. In effetti, la SEC impone alle sedi di negoziazione di fornire le informazioni al SIP e di indirizzare i flussi diretti di dati contemporaneamente, il che non tiene conto dei ritardi associati al processo SIP nel fornire le informazioni agli investitori. Ciò lascia le sedi di negoziazione in grado di offrire flussi diretti di dati agli investitori che intendono pagare per il servizio, con il solo dovere di fornire contemporaneamente i dati al SIP³⁹.

La rilevata disparità nella velocità di trasmissione e nel contenuto dei flussi diretti di dati rispetto alle informazioni che emergono attraverso il SIP è stata oggetto di attenzione da parte della SEC, che, nel dicembre 2020, ha approvato una proposta di modifica della regolamentazione in materia di raccolta e distribuzione dei dati di mercato, al precipuo fine di garantire un'informazione qualitativamente e quantitativamente migliore, nonché più veloce, ai *trader* che non usufruiscono dei flussi diretti di dati⁴⁰. La proposta poggiava sulla necessità di fronteggiare il latente conflitto di interessi che, in principio, può tangere le principali sedi di negoziazione (*i.e.* NYSE e NASDAQ), le quali, se da un lato gestiscono l'attuale sistema di trasmissione dei dati al SIP – dovendo garantire gli obiettivi di trasparenza e buon andamento del mercato cui mira il *Securities Exchange Act* del 1934

³⁹ G. STONE, (nt. 31), 1.

⁴⁰ I cambiamenti proposti dalla SEC includevano, tra le altre cose: (a) l'obbligo in capo alle piattaforme di scambio di rendere pubblicamente disponibili nuove tipologie di dati, incluse informazioni inerenti il volume della domanda di acquisto o di vendita dei titoli; (b) l'aumento dei flussi di dati "non proprietari", aprendo le porte a nuovi soggetti che possano processare i dati, con l'obiettivo di sostituire l'attuale sistema imperniato attorno al SIP con un "*decentralized consolidation model*", ove le piattaforme di mercato saranno tenute a condividere i dati con tali nuovi soggetti autorizzati dalla SEC, i quali, a loro volta, condideranno i dati con il pubblico degli investitori. In altri termini, la SEC, pur lasciando alle piattaforme di scambio la definizione del contenuto del piano di diffusione dei dati di mercato, ha inteso agire in maniera poderosa sulla *governance* di tale sistema di gestione, proponendo, tra l'altro, (a) l'inclusione nell'organo collegiale che approva il piano di diffusione dei dati di mercato di soggetti diversi dalle piattaforme di scambio, muniti a loro volta del diritto di voto; (b) il raggruppamento, ai fini del voto, delle piattaforme di scambio appartenenti al medesimo gruppo societario; (c) la nomina di un amministratore dell'organo collegiale di definizione del piano di diffusione dei dati di mercato che sia indipendente da tutte le piattaforme di scambio che propongono sul mercato azionario prodotti e servizi aventi ad oggetto dati di mercato. Proprio tali punti della proposta della SEC sono stati oggetto di contestazione in giudizio da parte dalle principali piattaforme di mercato (appunto, soprattutto, NYSE e NASDAQ) che le hanno qualificate come «arbitrary and capricious under the Administrative Procedure Act (APA), 5 U.S.C. § 551 et seq., or contrary to the text and goals of the Exchange Act». La Corte di Appello federale del Circuito del *District of Columbia*, nel 2022, ha accolto soltanto la prima censura, stralciando dalla proposta della SEC la previsione relativa all'inclusione di soggetti diversi dalle piattaforme di scambio in seno all'organo collegiale che delibera il piano di diffusione dei dati.

e la successiva disciplina di attuazione –, dall'altro lato figurano tra i principali fornitori dei flussi diretti di dati, il che, di fatto, le pone in strutturale concorrenza con il SIP.

D'altro canto, in UE i flussi diretti di dati sono regolati dalle norme del regolamento (UE) n. 600/2014 del 15 maggio 2014 (MiFIR)⁴¹, sulla trasparenza pre- e post-negoziiazione, in forza delle quali le sedi di negoziazione sono tenute a rendere disponibili separatamente i dati pre-negoziiazione e post-negoziiazione e a offrire i dati sulle negoziazioni su una base commerciale ragionevole. In particolare, l'art. 6 MiFIR invita le sedi di negoziazione a rendere pubblici «i dettagli di tutte le operazioni in tempo reale, per quanto tecnicamente possibile», mentre l'art. 13 richiede di fornire al pubblico le informazioni pubblicate ai sensi degli artt. 3, 4 e da 6 a 11 a condizioni commerciali ragionevoli, garantendo un accesso non discriminatorio alle informazioni. Queste ultime devono comunque essere rese disponibili gratuitamente 15 minuti dopo la pubblicazione.

La regolamentazione europea dei flussi diretti di dati si concentra, quindi, sulla trasparenza, l'accesso equo ai dati di mercato e la qualità dei dati stessi, al fine di garantire che gli intermediari finanziari forniscano ai propri clienti la migliore esecuzione possibile degli ordini⁴².

3. Il “vantaggio strutturale” degli HFT rispetto agli slow trader e il “vantaggio contingente” degli HFT destinatari dei flussi diretti di dati rispetto agli altri HFT.

Dunque, è indubbio che, tramite la co-ubicazione e, soprattutto, i flussi diretti di dati, gli HFT hanno accesso alle informazioni di mercato prima degli *slow trader*. Inoltre, grazie alla programmazione algoritmica, essi possono processare tali informazioni e fare *trading* sulla base delle stesse in tempi estremamente ridotti. In questo modo, gli HFT godono del primo accesso alle informazioni di *trading*, circostanza che consente loro di operare in anticipo rispetto alla gran parte degli operatori di mercato, “incidendo” sui prezzi dei titoli “sottostanti” a spese di detti operatori, prima che le informazioni raggiungano questi ultimi.

⁴¹ Regolamento (UE) n. 600/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio del 15 maggio 2014 sui mercati degli strumenti finanziari.

⁴² Quanto alla previsione di un sistema di pubblicazione volto a fornire dati consolidati sui prezzi e sul volume dei titoli negoziati nei mercati europei – sul modello del SIP statunitense –, esso è stato previsto dalla proposta legislativa di modifica della MiFIR adottata il 25 novembre 2021 dalla Commissione al fine di migliorare la trasparenza complessiva dei prezzi presso le sedi di negoziazione. Cfr. Proposta di direttiva del Parlamento Europeo e del Consiglio che modifica la direttiva 2014/65/UE relativa ai mercati degli strumenti finanziari, disponibile presso <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52021PC0726&from=EN>.

Pertanto, come è stato (suggestivamente) prospettato⁴³, gli HFT potrebbero rappresentare una classe di *insider trader* “strutturali”, con un accesso prioritario alle informazioni e una capacità smisurata di influenzare la formazione dei prezzi sui mercati.

Eppure, allo stato, come già rilevato, né la disciplina positiva in ambito europeo né tantomeno quella statunitense qualificano in alcun modo come illegittima l’asimmetria informativa che nei fatti si verifica tra gli HFT e gli altri operatori del mercato.

Tuttavia, i casi sopra menzionati, riguardanti Euronext Amsterdam e l’iniziativa regolamentare della SEC, hanno attirato l’attenzione sulla possibile disparità informativa, ascrivibile alla ricezione dei flussi diretti di dati, che sussisterebbe, non tanto tra *trader* HFT e *slow trader*, bensì tra i *trader* HFT destinatari degli stessi e gli altri HFT.

Per comprendere meglio il punto oggetto di analisi, è bene, tuttavia, essere ancor più granulari, dal punto di vista tecnico, in merito all’effetto combinato di co-ubicazione e flusso diretto di dati.

Se, come è noto, la negoziazione di strumenti finanziari al giorno d’oggi avviene quasi interamente in modalità elettronica, le moderne sedi di negoziazione operano, nei fatti, come meccanismi di abbinamento di ordini degli strumenti ivi ammessi alle negoziazioni (che, a livello algoritmico, prevedono l’acquisto o la vendita di una quantità prestabilita di titoli al raggiungimento di un prezzo prestabilito per strumento finanziario) ricevuti mediante un sistema (o portale) centralizzato di raccolta di tali ordini. Dall’associazione di ordini abbinabili di segno opposto derivano le operazioni di acquisto e/o vendita dei titoli.

Di queste operazioni le sedi di negoziazione sono tenute a rendere pubbliche – c.d. *public feed* – le c.d. informazioni post-negoziazione (ossia, nelle parole di MiFIR, «il prezzo, il volume e la data»). Ciò viene effettuato attraverso la comunicazione di tali dati al sopra ricordato portale centralizzato, appunto affinché dette informazioni possano essere apprese dal pubblico degli investitori.

Quando un’operazione di scambio si è verificata, oltre a rendere disponibili le informazioni post-negoziazione su tale operazione tramite il *public feed*, le sedi di negoziazione possono inviare (e, come dimostrano gli esempi concreti sopra ricordati, spesso inviano) un messaggio – una sorta di “conferma” individuale dell’avvenuta operazione (di qui, il nome ricorrente di “*private feed*”) – ai (computer degli) operatori che sono parti di quella operazione, messaggio che li informa che i loro ordini sono stati eseguiti. Il messaggio di “conferma” può contenere informazioni non trascurabili, come il prezzo al quale è avvenuta l’operazione e il numero degli strumenti finanziari compravenduti.

Idealmente, le informazioni post-negoziazione e le “conferme” delle operazioni (o, in altri termini, il *public* e *private feed*) dovrebbero essere rese disponibili in

⁴³ In questo senso v. Y. YADAV, (nt. 22), 977 ss.

modo simultaneo, di talché sia i *trader* che sono parti di un'operazione sia il resto del mercato possano ricevere le medesime informazioni nello stesso momento⁴⁴.

Al di là delle difficoltà tecniche e tecnologiche perché ciò, allo stato attuale, accada (come pure lamentato dalle sedi di negoziazione), l'effetto di asimmetria informativa si amplifica se combinato con la co-ubicazione. Infatti, allorquando le sedi di negoziazione offrono i servizi di co-ubicazione, i computer degli operatori che fruiscono di tali servizi sono fisicamente installati presso dette sedi e una connessione (di dati) diretta viene creata tra tali computer e i meccanismi di abbinamento sopra ricordati. In questo modo, siffatti operatori possono inserire (o cancellare) ordini prima degli altri operatori (che non godono dei servizi di co-ubicazione) e, soprattutto per quanto di rilievo a questi fini, ricevere in anticipo (sempre rispetto agli altri operatori, HFT/algoritmici o meno) le informazioni summenzionate successive alla conclusione dell'operazione⁴⁵.

Il vantaggio competitivo ottenuto dagli HFT co-ubicati destinatari di *private feed*, benché a prima vista possa apparire financo irrisorio, limitandosi ad un beneficio di pochissime frazioni di secondo, ad uno sguardo più attento risulta per nulla trascurabile, sotto almeno due profili.

In primo luogo, questi operatori hanno accesso ad informazioni temporaneamente non disponibili ad altri operatori e, di per sé, conoscere in anticipo un dato che quasi nessun altro possiede, seppur apparentemente relativo solo alla conclusione di un'operazione di investimento, concretizza una posizione di preminenza informativa che, amplificata dalla potenza processiva degli algoritmi *high frequency*, ne permette uno sfruttamento monetizzabile.

In secondo luogo, e forse meno intuitivamente, questi operatori sanno di essere a conoscenza di informazioni che gli altri non (ancora) conoscono e ciò consente ai primi di anticipare cosa i secondi faranno una volta raggiunta la parità informativa (con riguardo a quegli specifici dati) e di fattorizzare le loro reazioni nelle proprie strategie di investimento.

Tenuto conto di quanto precede, l'esercizio intellettuale che val la pena di condurre consiste nel valutare se tale rilevato vantaggio strutturale nell'accesso

⁴⁴ Sul tema, all'esito della consultazione avviata dall'ESMA sull'impatto dei requisiti relativi al *trading* algoritmico e al *trading* ad alta frequenza nell'ambito del regime MiFID II/MiFIR., v. ESMA, *Consultation Paper. MiFID II/MiFIR Review Report on Algorithmic Trading*, ESMA70-156-2368, 18 dicembre 2020. L'Autorità ha raccomandato che le sedi di negoziazione siano tenute a divulgare determinate informazioni sui loro *feed* pubblici e privati, come ad esempio se i loro sistemi di *trading* danno priorità all'invio di informazioni tramite il *feed* privato rispetto a quello pubblico o viceversa; v. ESMA, *MiFID II Review Report. MiFID II/MiFIR Review Report on Algorithmic Trading*, ESMA70-156-4572, 28 settembre 2021.

⁴⁵ In risposta alla consultazione avviata dall'ESMA, molti operatori di mercato hanno sottolineato che non utilizzano le informazioni ottenute mediante *private feed* a guisa di informazioni privilegiate; sul tema, tuttavia, l'ESMA non ha preso una specifica posizione: v. ESMA, *Consultation Paper. MiFID II/MiFIR Review Report on Algorithmic Trading*, (nt. 44), par. 365; ESMA, *MiFID II Review Report. MiFID II/MiFIR Review Report on Algorithmic Trading*, (nt. 44), par. 556.

alle informazioni possa presentare eventuali profili di (potenziale) contrasto con i principi che informano il divieto di *insider trading*, naturalmente nei due ordinamenti presi finora a riferimento (Stati Uniti e Unione europea), anche in ragione delle relative peculiarità e differenze circa le rispettive *ratio(nes) puniendi*, significativamente influenzate da genesi e sviluppo della normativa e della giurisprudenza *in subiecta materia*⁴⁶.

4. Insider trading: l'esperienza statunitense.

Cominciando l'analisi dagli Stati Uniti, peraltro il primo ordinamento in assoluto ad adottare una normativa che vietasse l'*insider trading*⁴⁷, merita ricordare che l'unica disposizione del *Securities Exchange Act* del 1934 a regolare direttamente la materia era la *Section 16*, che proibiva, tra l'altro, i c.d. *short-swing profits*⁴⁸. Tuttavia, la previsione legislativa su cui si sarebbe poi imperniato il successivo sviluppo della disciplina in questione era (ed è tuttora, salvo quanto si dirà

⁴⁶ Sul confronto tra i due ordinamenti in materia di divieto di *insider trading*, v. per tutti, M. VENTORUZZO, *Comparing Insider Trading in the United States and in the European Union: History and Recent Developments*, in *Eur. Co. Fin. L. Rev.*, 2014, 554 ss.; S. GILOTTA, *The Regulation of Outsider Trading in EU and the US*, *ivi*, 2016, 631 ss.

⁴⁷ Sulla disciplina in materia di *insider trading* negli Stati Uniti, senza alcuna pretesa di esaustività, v. *ex multis*: H.G. MANNE, *Insider Trading and The Stock Market*, New York, Free Press, 1966; R.A. SCHOTLAND, *Unsafe at Any Price: A Reply to Manne, Insider Trading and the Stock Market*, in 53 *Va. L. Rev.*, 1967, 1425 ss.; V. BRUDNEY, *Insiders, Outsiders, and Informational Advantages Under the Federal Securities Laws*, in 93 *Harv. L. Rev.*, 1979, 322 ss.; W. WANG, *Trading on Material Nonpublic Information on Impersonal Stock Markets: Who Is Harmed and Who Can Sue Whom Under SEC Rule 10b-5?*, in 54 *South. Cal. L. Rev.*, 1981, 1217 ss.; J.R. MACEY, *Insider Trading: Economics, Politics, And Policy*, Washington D.C., American Enterprise Institute, 1991; D.C. LANGEVOORT, *Insider Trading: Regulation, Enforcement & Prevention*, Editore?, Thomson West Print, 1991; S.M. BAINBRIDGE, *Insider Trading Regulation: The Path Dependent Choice Between Property Rights and Securities Fraud*, in 52 *South. Meth. U. L. Rev.*, 1999, 1589 ss.; W.K. WANG, M. I. STEINBERG, *Insider Trading*, Oxford, Oxford University Press, 2010; J.P. ANDERSON, *Greed, Envy, and the Criminalization of Insider Trading*, in 1 *Utah L. Rev.*, 2014, 5 ss.; Y. YADAV, *Insider Trading in Derivatives Markets*, in 103 *Geo. L. J.*, 2015, 381 ss.; K.E. WOODY, *The New Insider Trading*, in 52 *Ariz. St. L. J.*, 2020, 594 ss.

⁴⁸ La disposizione in questione consta – principalmente – di tre paragrafi (rispettivamente lettere (a), (b) e (c)) contenenti le seguenti regole: anzitutto, i c.d. *statutory insiders* (ossia amministratori, *manager* e soci con una partecipazione pari o superiore al 10%) sono tenuti ad informare il mercato di eventuali operazioni compiute su azioni della “loro” società entro due giorni lavorativi dall'operazione in questione; inoltre, quasi a titolo di responsabilità oggettiva, sempre agli stessi soggetti è imposta la “restituzione” (*disgorgement*) degli eventuali guadagni ottenuti lucrando sulle oscillazioni di breve periodo nel valore delle azioni (appunto i c.d. *short-swing profits*), realizzati attraverso un acquisto seguito da una successiva vendita (o viceversa) di tali azioni entro il termine di sei mesi; infine, è vietata la vendita allo scoperto di azioni della società da parte dei medesimi soggetti di cui alle lettere precedenti.

infra sui tentativi di “codificazione” in essere negli Stati Uniti) la *Section 10(b)*, la quale non solo, curiosamente, non cita affatto i termini “*insider trading*”, ma, in concreto, si limita a rimettere alla normativa secondaria, emanata dalla SEC, la definizione del perimetro della fattispecie⁴⁹. Eppure, nemmeno la regolamentazione di dettaglio della SEC del 1942, contenuta nella *Rule 10b-5*, menziona, né tantomeno definisce, l’illecito di *insider trading*⁵⁰; essa, piuttosto, rimane una “*general anti-fraud provision*”.

A definire i contorni e gli elementi caratteristici dell’*insider trading* è stata, dunque, la giurisprudenza successiva all’introduzione delle disposizioni summenzionate⁵¹, la cui diacronia, però, si è estrinsecata in un processo evolutivo tipico

⁴⁹ La *Section 10(b)* del *Securities Exchange Act* dispone che «[i]t shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce or of the mails, or of any facility of any national securities exchange [...] (b) To use or employ, in connection with the purchase or sale of any security registered on a national securities exchange or any security not so registered [...], any manipulative or deceptive device or contrivance in contravention of such rules and regulations as the Commission may prescribe as necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors».

⁵⁰ La *Rule 10b-5* si limita, infatti, a prevedere che: «[i]t shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce, or of the mails or of any facility of any national securities exchange [...] (a) To employ any device, scheme, or artifice to defraud, (b) To make any untrue statement of a material fact or to omit to state a material fact necessary in order to make the statements made, in the light of the circumstances under which they were made, not misleading, or (c) To engage in any act, practice, or course of business which operates or would operate as a fraud or deceit upon any person, in connection with the purchase or sale of any security».

⁵¹ Prima dell’introduzione legislativa di cui si discorre, il concreto perseguimento dei casi di *insider trading* si fondava sul concetto, tipico di *common law*, di *fraud*. Tuttavia, mentre l’occultamento (o, più semplicemente, la mancata rivelazione) di informazioni rilevanti era considerato come *fraud* solamente nei casi di negoziazione individuale (*face-to-face*), tale connotazione fraudolenta non veniva riconosciuta come sussistente nelle tipiche operazioni borsistiche, come tali impersonali, nel presupposto che gli *insider* per eccellenza (quali gli amministratori di società) non erano ritenuti astretti da doveri fiduciari nei confronti dei singoli azionisti (bensì nei confronti della società nel suo complesso). Si citi, ad es., il caso *Goodwin v. Agassiz* (283 Mass. 358, 186 N.E. 659 (1933)), nel quale la Corte Suprema del Massachusetts ha rigettato la richiesta di condanna di un *insider* che aveva operato in borsa sulla base di informazioni confidenziali. Più specificamente, un azionista aveva venduto le proprie azioni in una società – attiva nel settore delle estrazioni minerarie – al presidente e al direttore generale di questa società, senza che questi ultimi avessero comunicato al mercato l’esistenza di una ricerca condotta da geologi su terreni di proprietà della società, che rivelava che quei terreni potevano contenere depositi di rame di non trascurabile valore. Costoro, tuttavia, tennero l’informazione segreta e, comprendendo che il valore delle azioni si sarebbe potuto accrescere significativamente una volta che l’informazione fosse stata resa pubblica, avevano cominciato ad acquistare numerose azioni della società presso la borsa di Boston. Ebbene, la Corte ha rigettato la richiesta attorea, che contestava ai due *insider* appunto la *fraud*, sul presupposto che le operazioni di borsa, compiute secondo compravendite impersonali per lo più intermedie da soggetti professionali deputati a far incontrare domanda e offerta, non potessero presupporre un rapporto di fiduciario (tra acquirente e venditore) tale da giustificare la sussistenza di un elemento fraudolento

delle corti di *common law* (come tale non necessariamente lineare o sistematico, ma a volte persino contraddittorio) piuttosto che in una ordinata esegesi testuale del dettato normativo codificato⁵².

Non può essere questa la sede per descrivere in dettaglio l'evoluzione della disciplina statunitense in materia di *insider trading*, ma si può comunque affermare che, dei vari elementi costitutivi dell'illecito in questione (ossia, tra gli altri, (i) l'esistenza di un'informazione "privilegiata" o, appunto, negli Stati Uniti, «*material*»⁵³ e «*non-public*»⁵⁴, (ii) lo stato psicologico o soggettivo dell'autore dell'illecito⁵⁵, (iii) il compimento di un'operazione di mercato "sulla base"⁵⁶ dell'in-

nei confronti di uno specifico destinatario. Per ulteriori riferimenti alla giurisprudenza statale in materia di *insider trading* antecedente all'introduzione della disciplina federale, v., per tutti, S.M. BAINBRIDGE, *Incorporating State Law Fiduciary Duties into the Federal Insider Trading Prohibition*, in 52 *Wash & Lee L. Rev.*, 1995, 1189.

⁵² Come icasticamente sintetizzato dal giudice Rehnquist, nella decisione della Corte Suprema *Blue Chip Stamps v. Manor Drug Stores*, 421 U.S. 723 (1975), la disciplina in materia di *insider trading* è negli Stati Uniti «a judicial oak which has grown from little more than a legislative acorn».

⁵³ Ossia, secondo la giurisprudenza americana, se «there is a substantial likelihood that a reasonable investor would consider it important in making an investment decision» ovvero l'informazione è «substantially likely, in the eyes of the reasonable investor, to significantly alter the total mix of information available in the market»: v., tra le altre, *TSC Indus. Inc. v. Northway Inc.*, 426 U.S. 438 (1976) e *Basic Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224 (1988). In ogni caso, la SEC (v. <https://www.federalregister.gov/documents/2000/08/24/00-21156/selective-disclosure-and-insider-trading>), per evidenti ragioni di semplificazione, ha identificato talune informazioni, ritenute presuntivamente «material», quali, tra le altre, quelle afferenti a dati contabili e risultati di periodo, operazioni straordinarie, modifiche nella composizione degli organi sociali, situazioni di crisi dell'emittente. Non sfuggirà che trattasi di c.d. *corporate information*. Il divieto di *insider trading* scatta, però, anche in caso di c.d. *market information*. Su questa distinzione, v. *infra* par. 5.2.

⁵⁴ Ossia, sempre secondo la giurisprudenza americana, se è stata ampiamente diffusa tra il pubblico degli investitori (cfr. *SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.*, 401 F.2d 833 (2nd Cir.), cert. den. 394 U.S. 976 (1968)) ovvero se «fully impounded into the price of the particular stock» (cfr. *United States v. Libera*, 989 F.2d 596 (2nd Cir. 1993)). Nel 2000, la SEC (cfr. <https://www.federalregister.gov/documents/2000/08/24/00-21156/selective-disclosure-and-insider-trading>) ha chiarito che le informazioni rese disponibili sul sito web di una società sono considerate «public» laddove la divulgazione è «reasonably designed to provide broad, non-exclusionary distribution of the information to the public».

⁵⁵ Il fatto che l'*insider trading* sia ricondotto ad un illecito avente natura di *fraud* determina, nella tassonomia statunitense, che l'elemento psicologico che deve accompagnarsi alla condotta criminosa è quello di *scienter* (dal latino, consapevolmente). Tuttavia, senza voler entrare in disquisizioni dogmatiche circa la portata puntuale di tale locuzione, determinare esattamente in cosa si estrinsechi tale "consapevolezza" è (stato ed è tuttora) particolarmente dibattuto oltreoceano: mentre la giurisprudenza di ultima istanza la equipara ad *intentionality* (quindi, grosso modo, al dolo) (cfr., tra le altre, *Ernst & Ernst v. Hochfelder*, 425 U.S. 185 (1976)), nelle corti di grado inferiore c'è maggiore apertura ad ammettere (e cioè a considerare punibili) anche comportamenti, in un certo senso, "colposi" (ossia caratterizzati se non proprio da *negligence*, ossia colpa lieve, quantomeno da *recklessness*, ossia colpa grave al limite del dolo eventuale (per dirla con categorie concettuali di *civil*

formazione *material e non-public*), quello che ha suscitato il maggior interesse degli operatori e, quindi, in sostanza, della giurisprudenza è stato quello relativo (iv) all'individuazione di un parametro alla cui stregua valutare se gli estremi di quel «*manipulative or deceptive device or contrivance*» richiesto dalla *Section 10(b)* siano (o meno) integrati⁵⁷.

4.1. *Dalla disclose or abstain rule alle classical e misappropriation theory.*

Sul punto, premesso che, nonostante l'introduzione legislativa di rango primario e la successiva regolamentazione della SEC (di rango secondario), la repressione dell'*insider trading* a livello federale rimase in principio pressoché lettera morta per oltre 25 anni⁵⁸ e soltanto a partire dagli anni Sessanta del secolo scorso la SEC ha cominciato ad «avvalersi» della *Rule 10b-5* per sanzionare tali condotte, è opportuno ricordare che l'ultimo degli elementi costitutivi sopra menzionati è stato per un breve periodo individuato nella mancata comunicazione (del pos-

law)) (cfr., tra le altre, *SEC v. Obus*, 693 F.3d 276 (2nd Cir. 2012)). Sul punto, è comunque intervenuta la SEC che, nel 2000, ha emanato la *Rule 10b5-1* (su cui v. nt. successiva). In dottrina, sul requisito di *scienter*, v. soprattutto D.C. LANGEVOORT, *Insider trading regulation, enforcement, and prevention*, St. Paul, Minn., Thomson/West, 1991 (e successivi aggiornamenti fino al 2022), *passim*.

⁵⁶ Strettamente collegato al requisito (soggettivo) precedente è quello relativo all'«oggetto» della predetta «consapevolezza», tema efficacemente sintetizzato nell'espressione «*possession vs. use*». In altri termini, è (necessario e) sufficiente che l'autore dell'illecito sappia che l'informazione in suo possesso è *material e non-public*, di talché qualunque operazione di mercato egli compia (mentre in possesso di siffatta informazione) verrà attratta nell'alveo dell'illecito in questione (cfr., ad es., *United States v. Teicher*, 987 F.2d 112 (2nd Cir. 1993)), oppure è necessario (altresi) dimostrare che quell'informazione è stata «utilizzata» proprio al fine di compiere l'operazione di mercato in esame (cfr., ad es., *SEC v. Adler*, 137 F.3d 1325 (11th Cir. 1998) o *United States v. Smith*, 155 F.3d 1051 (9th Cir. 1998))? Al di là dei diversi orientamenti giurisprudenziali sul punto, e tralasciando che l'approccio «*possession*» presenta un innegabile vantaggio pratico, legato al minor onere probatorio in sede di accertamento, che l'impostazione alternativa rende più complicato, ma, volendo, forse più aderente alla natura di illecito di *fraud* dell'*insider trading* (che quindi presuppone un profilo di approfittamento che, in assenza di consapevole utilizzo dell'informazione, verrebbe a mancare), merita ricordare che nel 2000 la SEC, nell'apparente tentativo di mediare tra le due opposte impostazioni, ha introdotto la *Rule 10b5-1*, che, al netto di talune eccezioni, appositamente individuate, presume l'«uso» («on the basis») dell'informazione *material e non-public* da parte di chiunque sia «aware» (ossia genericamente «consapevole») del carattere privilegiato della stessa, con ciò tuttavia avvicinandosi parecchio all'approccio «*possession*». In dottrina, v., per tutti, C.B. SWANSON, *Insider Trading Madness: Rule 10b5-1 and the Death of Scienter*, in 52 *U. Kan. L. Rev.*, 2003, 147 ss.

⁵⁷ Così come le tre epifanie di condotte illecite elencate nella *Rule 10b-5*. V. *supra*, nt. 39.

⁵⁸ Come sopra anticipato, non era infrequente, prima dell'introduzione della disciplina federale, che venissero contestate condotte di *insider trading* in ipotesi di negoziazioni individuali. E anche dopo il *Securities Exchange Act* e la successiva *Rule 10b-5* quelle continuarono a rappresentare l'ambito elettivo di applicazione della disciplina. Il caso *In re Cady, Roberts & Co.* (citato subito dopo nel testo) fu, invece, il primo a riguardare operazioni borsistiche impersonali, dando il la alla moderna applicazione delle regole in materia di *insider trading*.

sesto) di un'informazione *material e non-public* in occasione dell'effettuazione di un'operazione su titoli di un emittente quotato, a sua volta dovuto in base ad un principio di parità di accesso alle informazioni di tutti gli operatori di mercato. In altri termini, lo sfruttamento dell'asimmetria informativa rendeva *fraudulent* il comportamento sì da, per un verso, renderlo compatibile con la “copertura” legislativa della *Section 10(b)* (e della *Rule 10b-5*) e, per altro verso, dar luogo ad un'opzione ordinamentale binaria, poi tradizionalmente nota come “*disclose or abstain rule*” (secondo cui, appunto, o l'informazione privilegiata viene comunicata al mercato, ripristinando quella situazione – fisiologica – di parità informativa, che fa in principio venir meno ogni profilo di approfittamento di una parte a danno di un'altra, oppure è fatto divieto di utilizzarla per compravendere titoli quotati).

In tal senso, il *leading case* – che poi non fu neppure un caso giudiziario – fu appunto un procedimento amministrativo avviato dalla SEC e risalente al 1961⁵⁹ – *In re Cady, Roberts & Co*⁶⁰. La vicenda riguardava la condotta di *tipping*, ossia, come noto, la rivelazione di un'informazione *material e non-public* concernente un emittente da parte di un *insider*, che non opera sul mercato sulla base di tale informazione, ma appunto la veicola ad un terzo, il quale, invece, se ne avvale per compravendere titoli quotati. L'Autorità, riconoscendo che, nell'interpretare «[the] elements [of Section 10(b)] under the broad language of the anti-fraud provisions, we are not to be circumscribed by fine distinctions and rigid classifications»⁶¹, ritenne che la norma in questione potesse trovare applicazione ogniquale volta due elementi fossero in concreto presenti (elementi che, tuttavia, non avevano alcun puntuale riferimento testuale in tale disposizione): «first, the existence of a relationship giving access, directly or indirectly, to information intended to be available only for a corporate purpose and not for the personal benefit of anyone; and second, the inherent unfairness involved where a party takes advantage of such information knowing it is unavailable to those with whom is dealing»⁶².

Il valore “vincolante” della regola “*disclose or abstain*” – tipico del precedente

⁵⁹ Il caso riguardava i fatti che seguono. Il consiglio di amministrazione della società *Curtiss-Wright* aveva deliberato di ridurre i dividendi da distribuire trimestralmente ai soci. Il sig. *J. Cheever Cowdin*, amministratore della *Curtiss-Wright* e al contempo socio della società di intermediazione mobiliare *Cady, Roberts & Co.*, conoscendo la notizia nella sua veste di amministratore della prima, comunicava ad un suo socio, il sig. *R.M. Gintel*, la decisione adottata dalla *Curtiss-Wright* in merito ai dividendi. A sua volta, sulla base di tale informazione, *Gintel* vendeva immediatamente ingenti quantità delle azioni di tale società detenute nei conti dei propri clienti. Questi ultimi, pertanto, grazie a tale operazione, evitarono perdite significative poiché non subirono gli effetti pregiudizievoli conseguenti al crollo del valore delle azioni *Curtiss-Wright* quando il “taglio” dei dividendi fu annunciato al mercato.

⁶⁰ *In re Cady, Roberts & Co.*, 40 S.E.C. 907 (1961).

⁶¹ *Ibidem*.

⁶² *Ibidem*.

giurisprudenziale negli ordinamenti di *common law*, come tale molto affievolito in un (mero) procedimento amministrativo quale *Cady* – fu raggiunto pochi anni dopo, nel 1968, con la decisione *SEC v. Texas Gulf Sulphur*⁶³. In quella circostanza, i giudici federali hanno accolto la prescrizione “*disclose or abstain*”, dando particolare rilievo al criterio della parità di accesso alle informazioni, da intendersi quale principio fondamentale per la protezione degli investitori e dell’integrità del mercato, e rilevando che la *Rule 10b-5* mira(va) a garantire che «all investors trading on impersonal exchanges have relatively equal access to material information» e che «all members of the investing public should be subject to identical market risks»⁶⁴.

In ogni caso, così come la teoria della parità informativa non trovava salde radici esegetiche nella lettera delle disposizioni richiamate per fondare la natura federale dell’illecito di *insider trading*, allo stesso modo la teoria c.d. “classica”, che dopo poco più di 10 anni la soppiantò (pressoché definitivamente), prescindeva del tutto da qualsivoglia appiglio testuale ricavabile tanto dalla *Section 10(b)* quanto dalla *Rule 10b-5*. Piuttosto, argomentando in termini di *policy*, la Corte Suprema degli Stati Uniti – in persona dell’influente (e, alla luce degli sviluppi successivi, determinante) giudice Powell⁶⁵ – ha opinato che il mero possesso di

⁶³ *S.E.C. v. Texas Gulf Sulphur*, 401 F.2d 833 (2nd Cir. 1968). Il caso riguardava i fatti seguenti: nel 1959, *Texas Gulf Sulphur* (TGS) avviò delle indagini geologiche su taluni territori in Ontario, asseritamente ricchi di giacimenti di rame e zinco. Quando la conclusione di tali indagini confermò siffatte illazioni, il *top management* della società non soltanto non diede comunicazione di tale informazione, ma impose ai dipendenti (e ai consulenti) coinvolti nelle analisi di mantenere il massimo riserbo sulla vicenda. Nel frattempo, nel 1963 TGS acquisì la proprietà di quei terreni e i relativi diritti di estrazione delle materie prime ivi contenute. Tuttavia, prima di rendere pubblica la notizia nel 1964, un certo numero di dipendenti coinvolti nell’operazione acquistò azioni o opzioni di TGS, mentre altri trasferirono a terzi l’informazione in questione. Quando, ad informazione comunicata al mercato, il valore delle azioni TGS aumentò di oltre il 222%, coloro che avevano acquistato i predetti titoli conseguirono ingenti profitti.

⁶⁴ *Ibidem*. Più in particolare, la Corte ha argomentato che «the essence of the Rule is that anyone who, trading for his own account in the securities of a corporation has “access, directly or indirectly, to information intended to be available only for a corporate purpose and not for the personal benefit of anyone” may not take “advantage of such information knowing it is unavailable to those with whom he is dealing”, i.e., the investing public. [...] Insiders, as directors or management officers, are, of course, by this Rule, precluded from so unfairly dealing, but the Rule is also applicable to one possessing the information who may not strictly termed an “insider”. [...] The core of Rule 10b-5 is the implementation of the Congressional purpose that all investors should have equal access to the rewards of participation in securities transactions. It was the intent of Congress that all members of the investing public should be subject to identical market risks, which market risks include, of course, the risk that one’s evaluative capacity or one’s capital available to put at risk may exceed another’s capacity or capital. The insiders here were not trading on an equal footing with the outside investors».

⁶⁵ Sull’apporto del giudice Powell alla configurazione dell’*insider trading* negli Stati Uniti v., tra gli altri, A.C. PRITCHARD, *Justice Lewis F. Powell, Jr. and the Counterrevolution in the Federal Securities Laws*, in 52 *Duke L. J.*, 2003, 841 ss.

un'informazione *material e non-public* non fosse sufficiente ad attivare un (generalizzato) divieto di operazioni sui titoli, a meno di non immaginare l'esistenza di una fonte "a monte" che imponesse un onnicomprensivo dovere di trasparenza da parte di tutti gli operatori di mercato⁶⁶. Dovere che, però, fu ritenuto insussistente, all'epoca, perlomeno se fondato su una mera situazione di asimmetria informativa. Al contrario, la fonte in parola fu rinvenuta dalla Corte nella necessaria (pre)esistenza di un rapporto fiduciario tra le parti di un'operazione⁶⁷, la cui violazione giustificava appunto l'imposizione della regola *disclose or abstain*.

Pertanto, con una sequenza di due decisioni nel breve volgere di pochi anni – *Chiarella v. United States*⁶⁸ e *Dirks v. SEC*⁶⁹ –, la Corte Suprema ha completa-

⁶⁶ *Chiarella v. United States*, 445 U.S. 222 (1980), secondo cui, tra l'altro, «we cannot affirm the petitioner's conviction without recognizing a general duty between all participants in market transaction to forgo actions based on material, nonpublic information. Formulation of such a broad duty, which departs radically from the established doctrine that duty arises from a specific relationship between two parties, should not be undertaken absent some explicit evidence of congressional intent. [...] No such evidence emerges from the language or legislative history of § 10(b). Moreover, neither the Congress nor the Commission ever has adopted a parity-of-information rule».

⁶⁷ *Chiarella v. United States*, cit., secondo cui, tra l'altro, «one who fails to disclose material information prior to the consummation of a transaction commits fraud only when he is under a duty to do so. And the duty to disclose arises when one party has information «that the other [party] is entitled to know because of a fiduciary or other similar relation of trust and confidence between them» (citando il Restatement (Second) of Torts, §551(2)(a) (1976)) [n.d.r.]».

⁶⁸ *Chiarella v. United States*, cit. Il caso riguardava i fatti seguenti: il sig. *Chiarella* era un dipendente della società *Pandick Press*, impresa tipografica frequentemente selezionata per la stampa di documenti concernenti operazioni finanziarie, quali, ad es., tra gli altri, quelli necessari per il lancio di un'offerta pubblica di acquisto. Nonostante la *Pandick Press* oscurasse regolarmente i nomi delle società che le conferivano gli incarichi di stampa, nella circostanza in esame *Chiarella* riusciva a risalire ai dati di due società coinvolte in un'OPA e acquistava azioni della società *target* prima dell'annuncio del lancio dell'offerta, guadagnando così circa 30.000 dollari dalla successiva rivendita al prezzo incrementato. Per ciò, a *Chiarella* veniva ascritto l'illecito di *insider trading* dai giudici sia di primo che di secondo grado (*SEC v. Chiarella*, 77 Civ. 2534 (S.D.N.Y. 1977); *United States v. Chiarella*, 588 F.2d 1358 (2nd Cir. 1978)), mentre, come illustrato nel testo, la Corte Suprema ha poi definitivamente ribaltato il verdetto perché fu riconosciuto che *Chiarella* non aveva alcun rapporto fiduciario con le società coinvolte nell'operazione di acquisizione.

⁶⁹ *Dirks v. SEC*, 463 U.S. 646 (1983). Il caso riguardava i fatti seguenti: il sig. *Dirks*, un analista di mercato, aveva scoperto talune operazioni contabili fraudolente, nelle quali era coinvolta la società *Equity Funding Corp. of America* (di seguito *Equity Funding*), anche grazie alle informazioni ricevute dal sig. *Secrist*, un ex dirigente di *Equity Funding*. *Dirks* non soltanto cercò di informare la SEC di quanto aveva scoperto, ma provò anche con il *Wall Street Journal* – il quale, tuttavia, si rifiutò di pubblicare la notizia, in assenza di puntuali riscontri, temendone il contenuto o comunque l'effetto potenzialmente diffamatorio –, nonché, infine, rivelò la notizia ad alcuni dei suoi clienti, i quali immediatamente vendettero le loro partecipazioni nella società. Quando gli illeciti contabili di *Equity Funding* vennero alla luce, tra le altre cose la SEC avviò delle indagini sulla società, che ben presto si allargarono a *Dirks*, il quale fu subito accusato di *insider trading* perché aveva divulgato ai suoi clienti le informazioni concernenti *Equity Funding*, a sua volta apprese da *Secrist*. Mentre nei primi due gradi di giudizio *Dirks* venne ritenuto colpevole, facendo le condanne pedissequa applica-

mente ribaltato l'impostazione precedente, ponendo a fondamento dell'*insider trading* la violazione di un (preesistente) dovere fiduciario tra le parti di un'operazione⁷⁰.

Orbene, se quest'impostazione risulta di (tutto sommato) agevole applicazione allorquando l'operazione venga posta in essere dai c.d. *insider* classici (o, per dirla con categorie concettuali a noi più note, gli *insider* primari) – ossia amministratori, *officer* e, a determinate circostanze, anche azionisti di controllo⁷¹ –, la stessa diventa più complessa in caso di *tipping*, soprattutto se il *tippee* (ossia colui che riceve l'informazione *material e non-public*) non è un *insider* primario (e, dunque, non ha alcun dovere fiduciario nei confronti delle sue controparti negoziali). Tuttavia, lungi dall'abbandonare la (nuova) impostazione appena adottata, la Corte Suprema ha fondato la responsabilità del *tippee* (unitamente a quella solidale del *tipper/insider*, per cui vale la regola sopra ricordata) in via “derivata”, allor-

zione della *disclose or abstain rule*, come affermata nel caso *Texas Gulf Sulphur*, la Corte Suprema confermò la “nuova” impostazione post *Chiarella* e ribaltò l'esito del giudizio: come detto nel testo, infatti, il giudice Powell, oltre a ribadire la necessaria sussistenza del rapporto fiduciario ai fini della sussistenza dell'illecito di *insider trading*, aggiunse che, per dimostrare una violazione di un dovere fiduciario nel caso di *tipping*, è necessario dimostrare che il *tipper*, ossia colui il quale ha fornito l'informazione, abbia ricevuto «a monetary or personal benefit», cosa che, nel caso di specie, non constava.

⁷⁰ Per completezza di rappresentazione, a conferma della portata dirompente delle due pronunce nel panorama regolamentare statunitense, merita ricordare che: (i) da un lato, soli sei mesi dopo la decisione *Chiarella*, la SEC ha emanato la *Rule 14e-3*, in base alla quale, al fine di evitare che venisse sostanzialmente sdoganato un generalizzato uso di informazioni privilegiate nel contesto delle offerte pubbliche di acquisto (laddove, specie nelle acquisizioni ostili, non può essere individuato alcun rapporto fiduciario nei confronti della società *target*, salvo ovviamente quello degli *insider* di quest'ultima), è proibito (tranne che al potenziale acquirente) – *tout court*, indipendentemente dall'esistenza o dalla violazione di un dovere fiduciario – il compimento di operazioni di mercato sulla base di informazioni *material e non-public* relative all'OPA allorché siano intrapresi «substantial steps to commence a tender offer»; (ii) dall'altro lato, nel 2000, oltre alla già menzionata *Rule 10b5-1* (v. *supra* nt. 45), la SEC ha adottato la *Regulation Fair Disclosure* (FD), mediante la quale, allorquando le informazioni privilegiate concernenti un determinato emittente sono oggetto di *selective disclosure* nei confronti di un circoscritto novero di destinatari, ciò impone di per sé (a prescindere cioè dall'esistenza di un rapporto fiduciario, e quindi al di fuori della prospettiva tipica dell'*insider trading*) l'immediata divulgazione al mercato di tali informazioni. Sul punto specifico del rapporto tra *disclosure* di informazioni privilegiate e *insider trading*, all'origine di significativi ed irrisolti equivoci nella regolamentazione europea del fenomeno, e dei confronti con la disciplina statunitense *in parte qua* con la *Regulation FD*, la letteratura è sterminata: sul punto, v., per tutti, S. GILOTTA, *Il dialogo selettivo tra la società quotata e i suoi azionisti*, Milano, Giuffrè, 2022, *passim*.

⁷¹ Nella nota 14 la Corte Suprema in *Dirks* ha fatto riferimento anche alla categoria dei *temporary* (o *constructive*) *insider* – includendovi, tra gli altri, «underwriter, accountant, lawyer, or consultant working for the corporation» – ai quali possono essere estesi i principi fiduciari validi per gli *insider* primari posto che costoro entrano in una «special confidential relationship» con l'emittente tale da far sì che i medesimi siano «given access to information solely for corporate purposes». Cfr. anche *SEC v. Lund*, 570 F. Supp. 1397 (C.D. Cal. 1983) e *SEC v. Ingram*, 694 F. Supp. 1437 (C.D. Cal. 1988).

ché, cioè, (i) il *tipper/insider* abbia effettivamente violato un (pre)esistente dovere fiduciario e (ii) il *tippee* sia a conoscenza (o avrebbe dovuto ragionevolmente sapere) di tale violazione.

Un ulteriore tassello di complicazione, poi, risiede nel fatto che, mentre nelle fattispecie “coperte” da *Chiarella*, la violazione del dovere fiduciario è, in qualche modo, *in re ipsa* nel fatto che l'*insider* approfitta dell'asimmetria informativa per conseguire (direttamente) un indebito vantaggio, nei casi di *tipping* tale violazione è (perlomeno) più complicata da ricostruire, tanto a livello concettuale quanto a livello probatorio. Infatti, la “mera” trasmissione di un'informazione ad un terzo (che poi se ne avvale per compiere operazioni di mercato) di per sé non presenterebbe i connotati dell'“abuso”, da intendersi nel senso di comportamento fraudolento, che rimane pur sempre la base dell'illecito in questione (ai sensi della *Section 10(b)* e della *Rule 10b-5*). Il giudice Powell, pertanto, aggiunse un ulteriore elemento costitutivo dell'illecito nel caso di *tipping*, ossia che il *tipper* abbia conseguito, direttamente o indirettamente, «a monetary or personal benefit», per tale intendendosi, tra l'altro, (i) «a pecuniary gain», (ii) «a reputational benefit that will translate into future earnings», (iii) «when an insider makes a gift of confidential information to a trading relative or friend»⁷².

Al di là del suo intrinseco pregio dogmatico, su cui è tuttora possibile avanzare dubbi legittimi, l'impostazione adottata dalla Corte Suprema con le due sentenze appena menzionate era certamente dotata di (almeno) un valore, peraltro di rilievo non banale, ossia quello della chiarezza e semplicità applicativa. Tuttavia, un limite che si rivelò ben presto abbastanza evidente consisteva nel fatto che tale approccio circoscriveva l'alveo delle condotte rilevanti di *insider trading* a quelle originate dal trasferimento di informazioni *material* e *non-public* da parte di *insider* primari, mentre sostanzialmente ignorava gli scenari afferenti tanto alle *cor-*

⁷² *Ibidem*. In questa sede si può soltanto accennare all'evoluzione successiva, anche recente, della giurisprudenza statunitense in merito alla nozione (e natura) del *personal benefit*. Nel 2014, nel caso *United States v. Newman* (773 F.3d 438 (2nd Cir. 2014)), in cui oggetto del giudizio era un'ipotesi di duplice *insider trading* originato da due lunghe catene di *tipper-tippee*, i giudici federali di secondo grado hanno rilevato che, ai fini della sussistenza del *personal benefit*, laddove il *tipper* «makes a gift of confidential information to a trading relative or friend», è necessario che sussista «a meaningfully close personal relationship», tale da generare «an exchange that is objective, consequential, and represents at least a potential gain of a pecuniary or similarly valuable nature». Successivamente, la Corte Suprema, pronunciandosi nel caso *Salman v. United States* (137 U.S. 420 (2016)), ha in parte sconfessato la decisione in *Newman*: infatti, nell'ipotesi in cui l'*insider* «makes a gift of confidential information to a trading relative or friend», non è necessario che vi sia un vantaggio patrimoniale diretto per il *tipper*, ritornando così allo *standard* individuato da *Dirks*. Infine, con due pronunce del 2017 e del 2018, c.d. *Martoma I* (*United States v. Martoma*, 869 F.3d 58 (2nd Cir. 2017)) e *Martoma II* (*Id.*, 894 F.3d 64 (2nd Cir. 2018)), i giudici federali sono tornati sul tema, affermando, in un primo momento, che qualsiasi relazione intercorrente tra il *tipper* e il *tippee* possa essere sufficiente per la configurabilità dell'illecito, quasi aderendo alla parità di accesso alle informazioni del caso *Texas Gulf Sulphur*, salvo, poi, ritornare sui propri passi, per evitare di incorrere in un *overruling* di *Dirks*.

porate information quanto, più in generale, alle market information ottenute illecitamente (seppur non da un insider primario). Per questa ragione, quasi 15 anni dopo, la Corte Suprema, nel frattempo non più “condizionata” dal giudice Powell⁷³, affiancò alla summenzionata classical theory la c.d. misappropriation theory⁷⁴: infatti, con la decisione *United States v. O'Hagan*⁷⁵, fu stabilito che una violazione del divieto di insider trading può essere realizzata anche da un c.d. corporate outsider, il quale compia un'operazione di mercato su titoli quotati sulla base di informazioni material e non-public ottenute “appropriandosene” (indebitamente) a danno della fonte delle informazioni. In altri termini, l'origine del

⁷³ Dieci anni prima di *O'Hagan*, la Corte Suprema aveva avuto modo di confrontarsi con la c.d. misappropriation theory nel caso *Carpenter v. United States*, 484 U.S. 19 (1987), rigettata in modo tranchant dal giudice Powell nella bozza di opinion che egli aveva predisposto, secondo cui «[t]he Court of Appeals found no fiduciary relationship between any of the petitioners and the parties from whom they purchased securities. The only fiduciary duty discussed by the Court is petitioner[s'] ... duty to [his employer]. But our previous decisions establish that the duty of an individual to his employer, alone, is insufficient to support an action under Rule 10b-5. The inquiry under that section must focus on «petitioner's relationship with the sellers of the [...] securities [...]». As the petitioners in this case had no fiduciary obligations to disclose the information before dealing in the securities, their conviction under Section 10(b) and Rule 10b-5 are without support in an prior decision of the Court». Tuttavia, nelle more della decisione, egli andò in pensione ed il suo successore non fu nominato/confermato prima che la sentenza fosse definitivamente resa. Dal momento che gli altri 8 giudici della Corte emisero un verdetto paritetico (4-4), la misappropriation theory non fu applicata nel caso di specie, ma è altresì ragionevole ritenere che, non fosse andato nel frattempo in pensione il giudice Powell, tale “teoria” sarebbe stata definitivamente rigettata dall'ordinamento statunitense.

⁷⁴ Per completezza di informazione, va notato che la base per il successivo sviluppo della misappropriation theory va rintracciata addirittura nel caso *Chiarella*, specificamente nella dissenting opinion del giudice Burger, laddove questi argomentò che «[t]he United States offer an alternative theory to support petitioner's conviction. It argues that petitioner breached a duty to the acquiring corporation when he acted upon information that he obtained by virtue of his position as an employee of a printer employed by the corporation. The breach of this duty is said to support a conviction under Section 10(b) for fraud perpetrated upon both the acquiring corporation and the sellers».

⁷⁵ *United States v. O'Hagan*, 521 U.S. 642 (1997). Il caso riguardava i fatti seguenti: la società *Grand Metropolitan* aveva dato mandato allo studio legale *Dorsey & Whitney* di assisterla in merito a una potenziale offerta pubblica di acquisto per le azioni della target *Pillsbury*. Il sig. *O'Hagan*, partner di *Dorsey & Whitney* che, pur a conoscenza dell'operazione, però non aveva lavorato direttamente alla stessa, acquistava azioni della target (nonché opzioni call sulle medesime). Quando l'OPA fu annunciata, *O'Hagan*, per effetto dell'aumento di valore delle azioni acquistate, guadagnò oltre 4 milioni di dollari. A seguito di un'indagine della SEC, a *O'Hagan* veniva contestata la frode nei confronti del suo studio legale e del relativo cliente, *Grand Metropolitan*, per essersi indebitamente appropriato per i propri scopi di lucro di informazioni riservate relative all'offerta pubblica di acquisto. Mentre *O'Hagan* veniva condannato in primo grado, ma proscioltto in secondo (*U.S. v. O'Hagan*, 92 F. 3d 612 (8th Cir. 1996)), per i giudici della Corte Suprema l'utilizzo delle informazioni relative all'OPA da parte di *O'Hagan* configuravano una condotta fraudolenta, in quanto questi, sottraendo informazioni riservate della *Grand Metropolitan*, aveva violato i doveri fiduciari e di riservatezza verso lo Studio *Dorsey & Whitney* e un suo cliente, compiendo, per l'appunto, un atto di “appropriazione indebita” su informazioni che non potevano essere “usate” da altri diversi dalla *Grand Metropolitan*.

dovere di astenersi dal compiere operazioni, salva la preventiva diffusione al mercato dell'informazione, non risiede in questo caso nell'esistenza di un rapporto fiduciario nei confronti delle controparti negoziali, bensì in quella di un rapporto di riservatezza e confidenzialità tra l'utilizzatore e la fonte dell'informazione: laddove quest'ultima, titolare di un diritto esclusivo all'utilizzo delle informazioni, le abbia condivise con il *corporate outsider* in maniera riservata, l'indebito utilizzo da parte del medesimo, in spregio al dovere di confidenzialità dovuto nei confronti della fonte, è dunque considerato come attività fraudolenta che, unitamente al commercio sui titoli cui le informazioni si riferiscono, integra gli estremi dell'illecito di *insider trading*⁷⁶.

In altri termini, con *O'Hagan* la Corte Suprema ha esteso l'ambito di applicazione dell'*insider trading* al di là del campo delle relazioni fiduciarie societarie, allargando la sfera di potenziali responsabili oltre gli *insider* (primari e *constructive*) e i relativi *tippees*, senza tuttavia ritornare al paradigma della parità di accesso come principio fondante del divieto. Il fondamento, infatti, rimane *lato sensu* fiduciario, soltanto che colui nei cui confronti tale obbligo è dovuto non è (più) la società o i suoi azionisti (o, comunque, la controparte negoziale della compravendita dei titoli quotati), bensì la "fonte" stessa dell'informazione *material e non-public* che l'*insider trader* usa compiendo l'operazione di mercato⁷⁷.

⁷⁶ *Ibidem*. Specificamente, la Corte ha argomentato che «[t]he "misappropriation theory" holds that a person commits fraud "in connection with" a securities transaction, and thereby violates §10(b) and Rule 10b-5, when he misappropriates confidential information for securities trading purposes, in breach of a duty owed to the source of the information. Under this theory, a fiduciary's undisclosed, self-serving use of a principal's information to purchase or sell securities, in breach of a duty of loyalty and confidentiality, defrauds the principal of the exclusive use of that information. In lieu of premising liability on a fiduciary relationship between company insider and purchaser or seller of the company's stock, the misappropriation theory premises liability on a fiduciary-turned-trader's deception of those who entrusted him with access to confidential information. The two theories are complementary, each addressing efforts to capitalize on nonpublic information through the purchase or sale of securities. The classical theory targets a corporate insider's breach of duty to shareholders with whom the insider transacts; the misappropriation theory outlaws trading on the basis of nonpublic information by a corporate "outsider" in breach of a duty owed not to a trading party, but to the source of the information. The misappropriation theory is thus designed to "protect[t] the integrity of the securities markets against abuses by 'outsiders' to a corporation who have access to confidential information that will affect th[e] corporation's security price when revealed, but who owe no fiduciary or other duty to that corporation's shareholders" [...].»

⁷⁷ È opportuno notare che, a seguito dello sdoganamento della *misappropriation theory* da parte di *O'Hagan*, la SEC ha emanato nel 2000 la *Rule* 10b5-2 per individuare un elenco, non esaustivo, di tre casi nei quali viene presuntivamente riconosciuta l'esistenza di un «duty of trust or confidence», la cui violazione può determinare la responsabilità da *insider trading*. Ciò, in particolare, si verifica (i) «whenever a person agrees to maintain information in confidence»; (ii) «whenever the person communicating the material nonpublic information and the person to whom it is communicated have a history, pattern, or practice of sharing confidences, such that the recipient of the information knows or reasonably should know that the person communicating the material nonpublic information expects that the recipient will maintain its confidentiality»; (iii) «whenever a person receives

4.2. I recenti tentativi di “codificazione” dell’insider trading.

Al di là delle incongruenze che l'impostazione adottata con riguardo al fenomeno dell'*insider trading* pone rispetto alla consolidata giurisprudenza statunitense in materia di violazione della *Rule 10b-5*, appunto al di fuori dell'ambito dell'*insider trading*, che prescinde sistematicamente dai principi fiduciari⁷⁸, e dei tentativi di individuazione di ulteriori fonti normative a fondamento del divieto in questione⁷⁹, ciò che emerge plasticamente è che la disciplina dell'abuso di informazioni privilegiate negli Stati Uniti è di matrice sostanzialmente giurisprudenziale, con tutte le difficoltà che questo approccio comporta in termini sia dogmatici (posto che è quantomeno inappagante il *deficit* di tassatività che ne deriva), sia, soprattutto, operativi (dal punto di vista, ad es., della ricostruzione dell'esatto perimetro della fattispecie nonché della corretta ripartizione dell'*onus probandi* delle parti in causa). Pertanto, non sono mancate, anche di recente, le voci critiche nei confronti di tale situazione di *policy*, che invocano un intervento legislativo federale che definitivamente “positivizzi” o, comunque, “codifichi” l'illecito di *insider trading*.

Tali istanze si sono coagulate, da ultimo⁸⁰, attorno al c.d. *Insider Trading*

or obtains the information from a spouse, parent, child, or sibling». Cfr., anche, *United States v. Chestman*, 947 F.2d 551 (2nd Cir. 1991).

⁷⁸ Si pensi, ad es., al caso *Santa Fe Industries, Inc. v. Green* (430 U.S. 462 (1977)), ove si è affermato che la «Rule 10b-5 is concerned with disclosure and fraud, not with fiduciary duties».

⁷⁹ A venire in rilievo in tal senso è la disposizione del codice penale statunitense (18 U.S.C. § 1348, inserita con il *Sarbanes-Oxley Act* nel 2002), la quale prevede che: «Whoever knowingly executes, or attempts to execute, a scheme or artifice (1) To defraud any person in connection with any commodity for future delivery, or any option on a commodity for future delivery, or any security of an issuer with a class of securities registered under section 12 of the Securities Exchange Act of 1934, or that is required to file reports under section 15(d) of the Securities Exchange Act of 1934; or (2) To obtain, by means of false or fraudulent pretenses, representations, or promises, any money or property in connection with the purchase or sale of any commodity for future delivery, or any option on a commodity for future delivery, or any security of an issuer with a class of securities registered under section 12 of the Securities Exchange Act of 1934, or that is required to file reports under section 15(d) of the Securities Exchange Act of 1934 Shall be fined under this title, or imprisoned not more than 25 years, or both». La finalità di tale previsione è stata ritenuta quella di «supplement the patchwork of existing technical securities law violations with a more general and less technical provision, with elements and intent requirements comparable to current bank and health care fraud statutes». Su questa base, di recente, in seno alla giurisprudenza statunitense, è emersa la possibilità di perseguire l'*insider trading* senza la necessità di ancorare l'illecito alla violazione della *Rule 10b-5* (bensì, piuttosto, proprio alla menzionata *Section 1348*): cfr. *United States v. Blaszczyk*, 947 F.3d 19 (2nd Cir. 2019). Sul punto, v., in luogo di molti, in Italia, M.L. PASSADOR, *Ripensare l'Insider Trading: spunti dalle recenti esperienze statunitensi*, in *Riv. dir. soc.*, 2021, 179 ss., e, negli Stati Uniti, K.E. WOODY, *The New Insider Trading*, in 52 *Ariz. St. L. J.*, 2020, 564 ss.

⁸⁰ Sull'analoga iniziativa legislativa del 2019, v., in luogo di molti, K. QUIGLEY, *The Insider Trading Prohibition Act: A Small Towards a Codified Insider Trading Law*, in 26 *Fordham J. Corp. Fin. L.*, 2021, 183 ss.

Prohibition Act (ITPA), che la Camera statunitense ha approvato il 18 maggio 2021, ma che è rimasto, forse non a caso, dormiente fino ad ora presso il Senato. Segnatamente, l'ITPA vieterebbe la compravendita di titoli quotati, laddove l'agente sia «aware of material, nonpublic information relating to such security [...] or any nonpublic information, from whatever source, that has, or would reasonably be expected to have, a material effect on the market price of any such security [...], if such person knows, or recklessly disregards, that such information has been obtained wrongfully, or that such purchase or sale would constitute a wrongful use of such information»⁸¹.

Tale provvedimento legislativo, benché concepito come una mera ricognizione (o appunto “codificazione”) dell'esistente giurisprudenza *in subiecta materia*, comporta comunque degli elementi di novità, dovuti se non altro all'inevitabile grado di generalità ed astrattezza che il ricorso allo strumento legislativo comporta (in ciò allontanandosi dalla valorizzazione delle sfumature, tipica dell'approccio giurisprudenziale). In sintesi, al di là dei singoli aspetti testuali di “tensione” rispetto agli arresti della giurisprudenza nei casi di volta in volta esaminati, l'ITPA si concentra sulla consapevolezza dell'utilizzatore dell'informazione riguardo alla sua natura “privilegiata” e sulla “*wrongfulness*” della modalità di ottenimento dell'informazione. Questo approccio – che parrebbe comunque scongiurare una possibile deriva verso la parità di accesso alle informazioni grazie all'enfasi posta sul *quomodo* dell'acquisizione dell'informazione – comporterebbe senz'altro un ampliamento della portata del divieto, specie se la prova della consapevolezza potrà essere dedotta in via presuntiva partendo dall'utilizzo della medesima informazione (seguendo un modello tipico dell'approccio europeo che analizzeremo di seguito).

In conclusione, la messe di opinioni negative che l'ultima iniziativa legislativa ha suscitato⁸² e, in definitiva, la mancata volontà politica di superare tali criticità – dal momento che, ad oggi, il Congresso non è riuscito a trasformare in norma cogente le varie proposte di legge che si sono via via susseguite in materia di repressione dell'*insider trading* – confermano il carattere fortemente *path-dependent* della definizione giurisprudenziale dei contorni della fattispecie: infatti,

⁸¹ In particolare, l'avverbio «*wrongfully*» farebbe rientrare nello spettro applicativo del divieto i casi in cui l'informazione è stata ottenuta da o potrebbe costituire «(A) theft, bribery, misrepresentation, or espionage [...] (B) a violation of any Federal law protecting computer data or the intellectual property or privacy of computer users; (C) conversion, misappropriation, or other unauthorized and deceptive taking of such information; or (D) a breach of any fiduciary duty, a breach of a confidentiality agreement, a breach of contract, a breach of any code of conduct or ethics policy, or a breach of any other personal or other relationship of trust and confidence for a direct or indirect personal benefit (including pecuniary gain, reputational benefit, or a gift of confidential information to a trading relative or friend)».

⁸² V., in luogo di molti, anche per gli ulteriori spunti bibliografici, S.M. BAINBRIDGE, *A Critique of the Insider Trading Prohibition Act of 2021*, in *U. Ill. L. Rev. Online*, 2021, 231 ss.

per quanto l'andamento e lo sviluppo della relativa disciplina siano contraddittori e asistematici, ciò è ritenuto, allo stato, preferibile rispetto ad una positivizzazione dell'illecito di *insider trading*, tenuto conto che, come ha chiarito, tra gli altri, l'ex presidente della SEC, «it is challenging to codify it clearly in a way that is both not too broad and retains the strength of the common law»⁸³.

5. La disciplina europea dell'*insider trading*: dalle origini degli anni Ottanta (del secolo scorso) fino alla Market Abuse Regulation.

Nell'Unione europea la normativa in materia di *insider trading* non è soltanto molto più recente rispetto all'ordinamento statunitense, ma è altresì fondata su ben altri presupposti (seppur, come si è visto, non del tutto allo stesso sconosciuti, benché comunque scientemente rigettati).

Se, inverso, i primi spunti in materia di “gestione” di informazioni privilegiate si rinvencono già in iniziative legislative risalenti alla fine degli anni Settanta (del secolo scorso)⁸⁴, la prima compiuta disciplina del fenomeno risale soltanto alla fine del decennio successivo: si tratta della direttiva 89/592/CE⁸⁵ sul coordinamento delle normative concernenti le operazioni effettuate da persone in possesso di informazioni privilegiate (di seguito anche “direttiva *Insider Trading*”). Tale

⁸³ *Ibidem.*, 244, riportando le parole di M.J. White, a sua volta citata da un parlamentare americano nel corso dei lavori preparatori dell'ITPA.

⁸⁴ Il riferimento è alla direttiva 79/279/CE concernente il coordinamento delle condizioni per l'ammissione di valori mobiliari alla quotazione ufficiale di una borsa valori. Segnatamente, il relativo art. 17 prevedeva che «[l]e informazioni che gli emittenti di un valore mobiliare ammesso alla quotazione ufficiale in uno Stato membro sono tenuti a mettere a disposizione del pubblico [...] devono essere pubblicate in uno o più giornali a diffusione nazionale o a larga diffusione in tale Stato oppure essere messe a disposizione del pubblico in forma scritta nei luoghi indicati in annunci da inserire in uno o più giornali a diffusione nazionale o a larga diffusione nel suddetto Stato o con altri mezzi equivalenti autorizzati dalle autorità competenti. Gli emittenti devono contemporaneamente comunicare le stesse informazioni alle autorità competenti». Si tratta di una prescrizione che ha in sé il seme del rilievo dicotomico dell'informazione privilegiata (ai fini degli obblighi preventivi di *disclosure* e dei divieti, *ex post*, di abuso della stessa), tipico del successivo sviluppo della normativa europea, e che può essere considerata l'antesignana dell'obbligo di cui all'art. 17 MAR (rubricato «Comunicazione al pubblico di informazioni privilegiate»).

⁸⁵ Sulla direttiva *Insider Trading* v. tra gli altri: K.J. HOPT, *The European Insider Dealing Directive*, in *Comm. Mar. L. Rev.*, 1990, 51 ss.; P.L. DAVIES, *The European Community's Directive on Insider Dealing: From Company Law to Securities Market Regulation?*, in *Ox. J. Leg. Stud.*, 1991, 92 ss.; M.G. WARREN III, *The Regulation of Insider Trading in the European Community*, in 48 *Wash. & Lee L. Rev.*, 1991, 1037 ss.; A. BARTALENA, *Insider Trading*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. COLOMBO, G.B. PORTALE, X, Torino, Utet, 1993, 219 ss.; G. CARRIERO, *Informazione, mercato, buona fede: il cosiddetto insider trading*, Milano, Giuffrè, 1992; G.M. FLICK, *Insider trading: una tappa significativa – anche se controversa – della lunga marcia verso la trasparenza*, in *Riv. soc.*, 1991, 975 ss.

provvedimento – a differenza dei successivi interventi legislativi, che hanno contemplato anche altre fattispecie di illecito, quali, ad es., la manipolazione del mercato – si concentrava esclusivamente sull’*insider trading* e conteneva in nuce gran parte dei concetti fondanti la seguente disciplina europea: in particolare, la definizione di informazione privilegiata⁸⁶ e il divieto, per coloro che detenessero tale informazione privilegiata in ragione della peculiare situazione soggettiva di “le-game” con un determinato emittente, di compravendere titoli quotati proprio di siffatto emittente⁸⁷.

Ci sono, poi, voluti altri quindici anni per (provare a) definire un “quadro giuridico armonizzato in materia di abusi di mercato”⁸⁸ attraverso l’emanazione della direttiva 2003/6/CE⁸⁹ (c.d. *Market Abuse Directive* o MAD).

Il tentativo, però, rimase tale: infatti, nonostante l’ambito di regolazione della MAD fosse molto più ampio rispetto ai precedenti interventi normativi (posto

⁸⁶ Ossia, ai sensi dell’art. 1, «un’informazione che non è stata resa pubblica, che ha un carattere preciso e che concerne uno o più emittenti di valori mobiliari o uno o più valori mobiliari e che, se resa pubblica, potrebbe influire in modo sensibile sul corso di tale o tali valori mobiliari».

⁸⁷ Ossia, ai sensi dell’art. 2, il divieto «[...] alle persone che dispongono di un’informazione privilegiata, – a motivo della loro qualità di membri degli organi di amministrazione, di direzione o di sorveglianza dell’emittente, – a motivo della loro partecipazione nel capitale dell’emittente, oppure – per il fatto di avere accesso a questa informazione a motivo del loro lavoro, della loro professione e delle loro funzioni, di acquisire o di cedere, per conto proprio o per conto terzi, direttamente o indirettamente i valori mobiliari dell’emittente o degli emittenti interessati da questa informazione, sfruttando consapevolmente tale informazione privilegiata [...]».

⁸⁸ Si tratta di uno degli obiettivi del Piano d’azione per i servizi finanziari del 1999, così come indicati in “*Messa in atto del quadro di azione per i Servizi Finanziari: Piano d’azione*”, relazione della Commissione delle Comunità europee al Consiglio europeo dell’11 maggio 1999, disponibile presso <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:51999DC0232&from=ES>, 23. Nel frattempo, è stata altresì emanata la direttiva 2001/34/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 28 maggio 2001, riguardante l’ammissione di valori mobiliari alla quotazione ufficiale e l’informazione da pubblicare su detti valori, mediante la quale veniva posto l’obbligo, in capo alle società quotate emittenti nuove azioni od obbligazioni, di rendere immediatamente pubblico qualsiasi nuovo sviluppo delle rispettive attività imprenditoriali o eventuali modifiche intercorse nella struttura proprietaria che non fossero state di pubblico dominio, le quali avrebbero potuto avere degli effetti sul valore dei titoli. Si tratta, come già rilevato (v. *supra*, nt. 73), di un nuovo intervento legislativo concernente il (contiguo) tema della *disclosure* di informazioni rilevanti, pur non avendo direttamente ad oggetto la disciplina del divieto di *insider trading*.

⁸⁹ Sulla MAD, v., *ex multis*, G. FERRARINI, *La nuova disciplina europea dell’abuso di mercato*, in *Riv. soc.*, 2004, 43 ss.; F. DENOZZA, *La nozione di informazione privilegiata tra “Shareholder Value” e “Socially Responsible Investing”*, in *Giur. comm.*, 2005, I, 585 ss.; J. LAU HANSEN, *MAD in a Hurry: The Swift and Promising Adoption of the EU Market Abuse Directive*, in *Eur. Bus. L. Rev.*, 2004, 183 ss.; M.M. SIEMS, *The EU Market Abuse Directive: a case-based analysis*, in *L. Fin. Mar. Rev.*, 2008, 39 ss.; C. DI NOIA, M. GARGANTINI, *The Market Abuse Directive Disclosure Regime in Practice: Some Margins for Future Actions*, in *Riv. soc.*, 2009, 782 ss.; F. BRUNO, N. RAVASIO, *Il commento. Ambito soggettivo ed oggettivo dell’informazione privilegiata post Market Abuse Directive*, in *Società*, 2007, 1026 ss.

che, oltre a disciplinare *insider trading*⁹⁰ e manipolazione del mercato, poneva in capo agli emittenti l'obbligo di rendere pubbliche nel minor tempo possibile le informazioni a loro afferenti), la trasposizione delle norme negli ordinamenti nazionali aveva di fatto dato luogo a grandi disparità tra la regolamentazione vigente nei singoli Stati membri.

L'assenza di uniformità tra le leggi vigenti nel territorio dell'Unione, unitamente ad una serie di ulteriori ragioni, riconducibili in prevalenza alla rapida evoluzione delle dinamiche di mercato nel decennio successivo, hanno reso necessario un nuovo intervento del regolatore europeo, che si è poi concretizzato nell'emanazione di un duplice provvedimento in materia: ossia la già ricordata MAR e la direttiva 2014/57/UE relativa alle sanzioni penali in casi di abusi di mercato (di seguito MAD II)⁹¹.

In altri termini, il conseguimento dell'obiettivo della creazione di un "level playing field", che offrisse a ciascun operatore del mercato comune i medesimi livelli di protezione dagli abusi di mercato, fu perseguito dal legislatore comunitario – fatta eccezione per i profili sanzionatori, affidati ad una direttiva in virtù della limitata competenza dell'Unione europea in ambito penale⁹² – mediante l'adozione di un regolamento, direttamente applicabile negli ordinamenti degli Stati membri ai sensi dell'art. 288 T.F.U.E., anche per superare le resistenze di questi ultimi a rimanere ancorati alle rispettive tradizioni nazionali.

⁹⁰ L'art. 2 della direttiva, infatti, prevedeva che: «Gli Stati membri vietano alle persone di cui al secondo comma che dispongono di informazioni privilegiate di utilizzare tali informazioni acquisendo o cedendo, o cercando di acquisire o cedere, per conto proprio o per conto terzi, direttamente o indirettamente, gli strumenti finanziari cui le informazioni si riferiscono. Il primo comma si applica a chiunque possieda tali informazioni: a) a motivo della sua qualità di membro degli organi di amministrazione, di direzione o di controllo dell'emittente, ovvero b) a motivo della sua partecipazione al capitale dell'emittente, ovvero c) per il fatto di avere accesso a tali informazioni a motivo del suo lavoro, della sua professione e delle sue funzioni, ovvero d) in virtù delle proprie attività criminali [...]».

⁹¹ Su MAR e MAD II, v., *ex multis*, M. VENTORUZZO, S. MOCK, *Market Abuse Regulation, Commentary and Annotated Guide*¹, Oxford, Oxford University Press, 2017; S. KALSS *et al.*, *Market Abuse Regulation. A Commentary on EU Regulation n. 596/2014*, Cheltenham, Edwin Elgar, 2021; R. VEIL, *European Capital Markets Law*, London, Bloomsbury, 2022; K. SERGAKIS, *The Law of the Capital Markets in the EU. Disclosure and Enforcement*, London, Palgrave, 2018, 191 ss.; W. AUSSENEGG *et al.*, *Corporate Insider Trading in Europe*, in 54 *J. Int. Fin. Mar. Inst. Mon.*, 2018, 27 ss.; A. SAJNOVITS, *The Market Abuse Regulation and the Residual Role of National Law*, EBI Working Paper Series n. 137/2023, disponibile presso https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4392675; M. KINANDER, *Ten Years After: The Spector Presumption of Insider Dealing in MAD, MAR and MAD II*, in *Cap. Mar. L. J.*, 2019, 364 ss.; V.D. TOUNTOPOULOS, *Market abuse and private enforcement*, in *Eur. Co. Fin. L. Rev.*, 2014, 297 ss.

⁹² Infatti, ai sensi dell'art. 83, secondo paragrafo, T.F.U.E., il legislatore comunitario può adottare solo «norme minime» laddove questo sia «indispensabile per garantire l'attuazione efficace di una politica dell'Unione in un settore che è stato oggetto di misure di armonizzazione».

5.1. La centralità della nozione di informazione privilegiata nella legislazione europea.

In ogni caso, al netto delle varie declinazioni della disciplina positiva nel corso degli anni e della discussa natura assiologicamente non equiordinata dei sottostanti principi ispiratori (anch'essi, se per questo, polimorfi) delle rilevanti disposizioni legislative⁹³, il *fil rouge* che lega la normativa europea *in subiecta materia* è l'ancoraggio alla nozione di informazione privilegiata tanto del dovere di informazione continua quanto del divieto di abuso di informazioni privilegiate, nella convinzione che la (tempestiva) comunicazione al pubblico delle informazioni rilevanti assicuri la parità di accesso a tutti gli investitori, a sua volta garanzia di integrità dei mercati⁹⁴.

Dal punto di vista della ricostruzione dell'"istituto" dell'*insider trading*, secondo quanto si osserverà subito appresso, l'enfasi sul principio della parità di accesso alle informazioni⁹⁵, viepiù amplificata dalla (presunta) nomofilachia della Corte di Giustizia⁹⁶, ha finito per comportare (a differenza, in ottica comparata, dell'approccio statunitense) una tendenziale svalutazione dell'(analisi dell')elemento oggettivo della condotta in favore di una più granulare indagine in merito al presupposto materiale di detta condotta, cioè, appunto, la nozione di informazione privilegiata⁹⁷.

⁹³ Sul punto, da ultimo e per tutti, v. M. ARRIGONI, *Informazioni privilegiate e funzionamento dei mercati finanziari*, Milano, Giuffrè 2022, *passim*.

⁹⁴ Cfr. Corte Giust. CE, causa C-384/2002, del 22 novembre 2005, *Grøngaard*, secondo cui la *ratio* del divieto di *insider trading* risiedeva nel fatto di «ensure the proper functioning of the secondary market in transferable securities and to protect investors' confidence, which depends, in particular, on their being placed on an equal footing and protected against the improper use of inside information».

⁹⁵ Cfr. il Considerando 23 MAR, secondo cui «la caratteristica essenziale dell'abuso di informazioni privilegiate consiste nell'ottenere indebitamente, mediante informazioni privilegiate, un vantaggio a scapito di terzi che non sono a conoscenza di tali informazioni, mettendo così a repentaglio l'integrità dei mercati finanziari e la fiducia degli investitori. Di conseguenza, il divieto di abuso di informazioni privilegiate si dovrebbe applicare quando una persona che detiene informazioni privilegiate sfrutta indebitamente il beneficio ottenuto da tali informazioni effettuando operazioni di mercato basate su tali informazioni, acquisendo o cedendo o tentando di acquisire o cedere, annullando o modificando o tentando di annullare o modificare, per conto proprio o per conto di terzi, direttamente o indirettamente, un ordine di acquisizione o di cessione di strumenti finanziari cui le informazioni si riferiscono [...]», da leggere, in combinato, con, tra gli altri, il Considerando 7, nella parte in cui dispone che tale condotta «impedisce una piena ed effettiva trasparenza del mercato, che è un requisito fondamentale affinché tutti gli attori economici siano in grado di operare sui mercati finanziari integrati».

⁹⁶ Cfr., tra gli altri, il già citato caso *Grøngaard* nonché i successivi *Georgakis* e *Spector* di cui *infra* nel testo e nelle corrispondenti note.

⁹⁷ Nella medesima prospettiva, a fianco alla fattispecie archetipica di *insider trading*, di cui si di-

Più specificamente, ai sensi dell'art. 8, primo paragrafo, MAR, si ha abuso di informazioni privilegiate «quando una persona in possesso di informazioni privilegiate utilizza tali informazioni acquisendo o cedendo, per conto proprio o per conto di terzi, direttamente o indirettamente, gli strumenti finanziari cui tali informazioni si riferiscono [...]»⁹⁸. Gli elementi costitutivi dell'illecito sono, dunque, due: il possesso dell'informazione privilegiata e l'uso della medesima⁹⁹.

Sul requisito del «possesso» la Corte di Giustizia è intervenuta nel caso *Georgakis*¹⁰⁰, deciso nel 2007 sulla base della normativa in materia di *insider trading*

rà *infra* nel testo, merita ricordarne due ulteriori, ugualmente soggette al generale divieto ai sensi dell'art. 14 MAR. Anzitutto, il secondo paragrafo dell'art. 8 disciplina il c.d. *tuyautage*, che consiste nel raccomandare a terzi di porre in essere operazioni sulla base di informazioni privilegiate (segnatamente, «si ha raccomandazione che un'altra persona compia abusi di informazioni privilegiate o induzione di un'altra persona a compiere abusi di informazioni privilegiate quando la persona è in possesso di informazioni privilegiate e [...] raccomanda, sulla base di tali informazioni, che un'altra persona acquisisca o ceda strumenti finanziari a cui tali informazioni si riferiscono o induce tale persona a effettuare l'acquisizione o la cessione [...]»). Inoltre, l'art. 10 MAR disciplina la «Comunicazione illecita di informazioni privilegiate» (di fatto coincidente con il *tiping* statunitense), che è tale allorché «quando una persona è in possesso di informazioni privilegiate e comunica tali informazioni a un'altra persona, tranne quando la comunicazione avviene durante il normale esercizio di un'occupazione, una professione o una funzione [...]».

⁹⁸ In linea con la tracciata *ratio* di tutela del principio di parità di accesso alle informazioni, il divieto di negoziazione basato su informazioni privilegiate previsto dal MAR è di natura assoluta, indipendentemente dalle modalità di acquisizione di tali informazioni. Tuttavia, a mitigare le possibili derive cui tale approccio potrebbe condurre, ove inteso ed applicato in modo integralista, sono previsti: (a) una serie di comportamenti che non integrano gli estremi dell'illecito indicati all'art. 9 MAR, rubricato «Condotta Legittima»; (b) i casi di «esenzione per i programmi di riacquisto delle azioni proprie» di cui all'art. 5 MAR; (c) i casi di «esenzione dalle attività di gestione monetaria e del debito pubblico nonché dalle attività relative alla politica climatica» di cui all'art. 6 MAR.

⁹⁹ In continuità con la disciplina previgente, il quarto paragrafo dell'art. 8 MAR individua le categorie degli *insider* primari e secondari. Quanto ai primi, la disposizione ne identifica quattro categorie, ossia (i) membri di organi amministrativi, di direzione o di controllo dell'emittente; (ii) partecipanti al capitale dell'emittente; (iii) soggetti che hanno accesso alle informazioni nell'esercizio di un'occupazione, di una professione o di una funzione; (iv) soggetti coinvolti in attività criminali. Nei primi tre casi, i soggetti ivi indicati hanno, seppur a vario titolo, una relazione diretta con l'emittente; la prospettiva muta nell'ultimo caso, laddove è necessario aver avuto accesso alle informazioni quale conseguenza dell'attività criminale perpetrata. Quanto agli *insider* secondari, i medesimi «confluiscono» in una categoria residuale, nella quale rientra qualsiasi persona che possieda informazioni privilegiate per circostanze diverse da quelle sopra menzionate, allorquando detta persona sappia (o dovrebbe sapere) che si tratta di informazioni privilegiate. Nella sostanza, il vero rilievo della distinzione in parola attiene alla consapevolezza del carattere privilegiato delle informazioni, che per gli *insider* primari si presume, in forza dell'accesso diretto di cui costoro godono, mentre per gli *insider* secondari è necessario dare prova che essi erano a conoscenza (o avrebbero dovuto esserlo) del carattere privilegiato delle stesse.

¹⁰⁰ Corte Giust. CE, causa C-391/2004, del 10 maggio 2007, *Georgakis*, in *Foro it.*, 2007, 367 ss., con nota redazionale di G. CARRIERO; in *Dir. prat. soc.*, 2007, 10, 62 ss., con nota di S. FRAZZA-NI, *Insider trading: dalla Corte CE la nozione di informazione privilegiata*; in *Dir. pubbl. comp. eur.*, 2007, 1369 ss., con nota di M. DI MARTINO, *La Corte avalla la "funzione simbolica" del-*

(applicabile *ratione temporis*) di cui alla direttiva *Insider Trading*. Argomentando a partire dal principio fondante del divieto, che è appunto la parità di accesso, la Corte ha rilevato che il possesso “rilevante” è quello che pone l’*insider* in una condizione di effettivo vantaggio – o, di converso, in una condizione di non parità (o monopolistica, nelle parole della Corte) – rispetto alle controparti¹⁰¹.

Quanto al requisito dell’«uso» dell’informazione, apparentemente la giurisprudenza della Corte di Giustizia è chiara su un punto: in coerenza con la natura, per così dire, “abusiva” dell’illecito, il mero compimento di un’operazione di mercato (mentre in possesso di informazioni privilegiate) non è di per sé sufficiente a configurare una condotta di *insider trading*; è necessario, infatti, che tramite il compimento dell’operazione una parte tragga indebito vantaggio a discapito dell’altra. E ciò sia, secondo *Georgakis*, ai sensi dell’art. 2 direttiva *Insider Trading*, che testualmente richiedeva lo «sfruttamento» (o «taking advantage» nella versione inglese) dell’informazione privilegiata, sia, secondo la decisione

l’*insider trading*; in *Eur. Bus. L. Rev.*, 2008, 949 ss., con nota di D. MOALEM, J. LAU HANSEN, *Insider Dealing and Parity of Information. Is Georgakis Still Valid?* Il caso trae origine da un’indagine effettuata dall’Autorità dei mercati greca su talune operazioni finanziarie, svoltesi nel 1996, riguardanti i titoli delle società *Parnassos* e *Atemkeé*, ad esito della quale era emerso che i membri del gruppo *Georgakis* (principali azionisti e membri del consiglio di amministrazione della società *Parnassos*), su indicazione dei propri consulenti finanziari, avevano concordato di porre in essere una serie di operazioni di vendita e acquisto incrociate sulle azioni *Parnassos*, volte a «provocare un artificioso aumento del volume degli scambi del titolo *Parnassos* per fornire un quadro fittizio del suo valore, non corrispondente a quello che sarebbe stato raggiunto senza tali operazioni artificiose». La Corte doveva, quindi, risolvere il problema inerente, per un verso, al possesso (o meno), in capo ai membri del gruppo *Georgakis*, di un’informazione privilegiata, consistente nell’accordo relativo all’iniziativa volta a sostenere artificialmente le quotazioni dei titoli mediante le menzionate operazioni incrociate, nonché, per altro verso, all’effettivo sfruttamento del privilegio informativo in questione al momento della realizzazione delle operazioni. Nell’ambito del suo giudizio “bifasico”, la Corte ha concluso che, se tutte le parti contraenti detengono la stessa informazione, «si trovano su un piano di parità e per loro un’informazione cessa di essere privilegiata nell’ambito dell’esecuzione delle decisioni adottate in seno al gruppo. Ciò premesso, dal momento che nessuno di loro è in grado di trarre un vantaggio rispetto agli altri, le operazioni effettuate tra i membri nel gruppo in base a tale informazione non costituiscono uno sfruttamento consapevole di un’informazione privilegiata ai sensi [della Direttiva *Insider Trading*].».

¹⁰¹ Il tracciato argomentativo della Corte, insistente sul carattere monopolistico dell’informazione, non si discosta poi molto dall’originaria *disclose or abstain rule* statunitense. Inoltre, l’attualità della portata della decisione in esame è data dal fatto che, benché *Georgakis* concernesse l’interpretazione e l’applicazione della direttiva *Insider Trading* (specialmente il Considerando 5), quest’ultimo poi non replicato nella MAD, la giurisprudenza successiva (in particolare, *Spector*, che invece, interpretava la MAD), ha ritenuto, come si vedrà subito dopo, *Georgakis* un precedente *in terminis*, da cui non discostarsi, al punto che il principio alla base di quella sentenza è poi stato trasfuso *expressis verbis* nel Considerando 24 MAR, a sua volta inserito sulla scorta di *Spector* (secondo cui «[...] la finalità del presente regolamento [...] è quella di tutelare l’integrità del mercato finanziario e rafforzare la fiducia degli investitori, la quale si fonda, a sua volta, sulla garanzia che gli investitori siano posti su un piano di parità e tutelati dall’abuso di informazioni privilegiate»), che è attualmente cogente nel territorio dell’Unione.

*Spector*¹⁰² del 2009, ai sensi dell'art. 2 direttiva MAD, che pure aveva sostituito al requisito dello «sfruttamento» dell'informazione privilegiata quello del mero «utilizzo» (o «using» nella versione inglese) della stessa. Secondo la Corte, cioè, il divieto di *insider trading* è volto «a garantire la parità dei partecipanti ad un'operazione di borsa evitando che uno di loro, che detiene un'informazione privilegiata e si trova, perciò, in una posizione avvantaggiata rispetto agli altri investitori, ne tragga profitto a scapito dell'altro, che tale informazione ignora»¹⁰³.

¹⁰² Corte Giust. UE, causa C-45/08 del 23 dicembre 2009, *Spector Photo Group NV*, in *Dir. proc. pen.*, 2010, 784 ss., con nota di S. RIONDATO, *Abuso di informazioni privilegiate: presupposti e sanzioni*, nonché in *Giur. comm.*, 2011, II, 55 ss., con nota di A.F. TRIPODI, *L'insider trading in una recente pronuncia della Corte di giustizia: «utilizzazione implicita della notizia» e presunzione d'offesa*. In Europa, si sono occupati della decisione in esame, tra gli altri, anche L. ARDEN, *Spector Photo Group and its wider implications*, in *Eur. Comp. Fin. L. Rev.*, 2010, 342 ss.; L. KLÖHN, *The European Insider Trading Regulation after Spector Photo Group*, *ivi*, 347 ss.; J.L. HANSEN, *Insider Dealing Defined: The EU Court's Decision in Spector Photo Group*, in *Eur. Comp. L.*, 2010, 98 ss.; K.C. LAGENBRUCHER, *The 'Use or Possession' Debate Revisited. Spector Photo Group and Insider Trading in Europe*, in *Cap. Mar. L. J.*, 2010, 452 ss.; P.H. CONAC, *La Cour de justice facilite la répression des opérations d'initiés en établissant une présomption réfragable d'utilisation induite de l'information privilégiée*, in *Rev. soc.*, 2010, 328 ss. Più di recente, v. M. KINANDER, *Ten Years After: The Spector Presumption of Insider Dealing in MAD, MAR and MAD II*, in *Cap. Mar. L. J.*, 2019, 364 ss. Il caso riguardava un'operazione di acquisto di azioni proprie da parte della società quotata di diritto belga – *Spector Photo Group NV* –, la quale, dopo aver adeguatamente informato l'Euronext di Bruxelles in data 21 maggio 2003, conformemente alla normativa belga allora in vigore, circa la propria intenzione di acquistare un certo numero di azioni proprie, in attuazione del suo programma di opzioni sulle azioni, procedeva ad acquistare, in un periodo compreso tra il 28 maggio ed il 30 agosto 2003, oltre 27.000 azioni proprie, la maggior parte delle quali nei giorni compresi tra l'11 ed il 13 agosto, al valore medio di 9,97 euro (a fronte di un prezzo di esercizio delle opzioni pari a 10,45 euro). Successivamente, la *Spector* pubblicava talune informazioni favorevoli relative ai propri risultati di gestione e politica commerciale, tali, in tesi, da far incrementare il valore delle azioni della società; valore che, in effetti, al 31 dicembre 2003, aumentò fino a 12,50 euro. Il 28 novembre 2006, la *Commissie voor het Bank-, Financier- en Assurantiwezen* (Commissione per il settore bancario, finanziario e assicurativo, ossia l'Autorità di vigilanza belga), sanzionava per *insider trading* la società ed il membro del consiglio di amministrazione – il sig. *Van Raemdonck* – che aveva materialmente eseguito le operazioni, infliggendo ammende di ammontare pari, rispettivamente, a 80.000 e 20.000 euro. La decisione dell'*Authority* veniva impugnata davanti alla *Hof van beroep te Brussel* (la Corte di Appello di Bruxelles), che sospendeva il giudizio sottoponendo alla Corte di Giustizia più questioni pregiudiziali relative all'interpretazione degli artt. 2 e 14 della direttiva MAD, riducibili, ai fini che qui interessano, a (i) la corretta interpretazione della nozione di «utilizzo» di un'informazione privilegiata ai sensi dell'art. 2 della direttiva MAD (posto che gli appellanti segnalavano che, per integrare gli estremi dell'abuso di informazioni privilegiate, l'art. 25, n. 1, della legge belga 2 agosto 2002, in materia di controllo sul settore finanziario e i servizi finanziari, come successivamente modificata, non richiedeva l'«utilizzo» di tale informazione privilegiata (come invece previsto dalla direttiva MAD), ma solo il suo «possesso»); e (ii) la natura della prova che consente di stabilire se un'informazione privilegiata sia stata, appunto, utilizzata (posto che gli appellanti lamentavano che la Commissione belga non fosse stata in grado di dimostrare che gli acquisti di azioni proprie fossero stati effettuati a causa dell'imminente pubblicazione dei risultati della società).

¹⁰³ *Ivi*, par. 48. Peraltro, la Corte ulteriormente precisava che «[l]a caratteristica fondamentale

Tuttavia, al fine di evidenziare il recepimento di una nozione “oggettiva” di abuso di informazioni privilegiate – che segna l’abbandono del modello soggettivo, incentrato su opinabili elementi di finalità o intenzionalità nella definizione degli illeciti, a favore di un modello che presenta, tra l’altro, il vantaggio (non indifferente nella prospettiva del regolatore) di evitare una complicata indagine di tipo psicologico-motivazionale sull’incidenza dell’informazione nella genesi della volontà di agire del soggetto incriminato –, la Corte, a partire dalla presunzione dell’elemento psicologico dell’autore, sulla base di una lettura teleologicamente orientata delle disposizioni comunitarie (la cui finalità consiste, come noto, nel garantire l’integrità dei mercati finanziari comunitari e nel rafforzare la fiducia degli investitori in tali mercati, che, a sua volta, riposa, in particolare, sul fatto che questi ultimi siano posti su un piano di parità e tutelati contro l’utilizzazione illecita delle informazioni privilegiate), ha finito per presumere altresì che l’«insider primario, il quale detiene informazioni privilegiate [ed] effettu[a] un’operazione di mercato sugli strumenti finanziari cui esse si riferiscono, [... abbia] «utilizzato» tali informazioni ai sensi della [Direttiva MAD]»¹⁰⁴.

In concreto, ciò implica che l’«utilizzo» dell’informazione privilegiata (normativamente richiesto) non rinvia alla dinamica del processo decisionale dell’agente, e cioè all’incidenza del privilegio conoscitivo sulla decisione di effettuare l’operazione, e, soprattutto, che, in presenza di un’operazione finanziaria compiuta nel possesso di un’informazione privilegiata deve ritenersi presunto, a meno che non venga fornita (una ardua) prova contraria, l’«utilizzo» della stessa.

In definitiva, nella prospettiva che più rileva ai presenti fini, se il «possesso» dell’informazione è integrato da una posizione di privilegio (o “monopolistica”) sulla stessa, circostanza che è verificata *ex se* nel caso, statisticamente più ricorrente, degli *insider* primari, mentre il relativo “uso” sostanzialmente si presume per il mero compimento dell’operazione di mercato, è evidente che, dato che la prova contraria rispetto alle precedenti (espresse o implicite) presunzioni è spesso al limite della *probatio diabolica*, il rilievo maggiore (oltre che concettuale, viepiù amplificato dalla sua declinazione probatoria) si concentra sulla nozione di informazione privilegiata. Per quanto semplicistica, quindi, la violazione del divieto si può ridurre ad una equazione para-sillogistica, la quale postula che, se si esclude la natura privilegiata dell’informazione, viene meno conseguentemente

dell’abuso di informazioni privilegiate risiede dunque nel trarre indebitamente vantaggio da un’informazione a scapito di terzi che non ne sono a conoscenza e, conseguentemente, nel pregiudicare l’integrità dei mercati finanziari nonché la fiducia degli investitori» (par. 52). Le considerazioni espresse nel caso *Spector* in relazione alla formulazione dell’art. 2 MAD paiono tuttora valide, dal momento che il vigente divieto di *insider trading* di cui all’art. 8 MAR ha mantenuto la medesima formulazione di cui al precedente art. 2 MAD e, in ogni caso, il già citato considerando 23 MAR riporta letteralmente l’ottenimento di «un vantaggio a scapito di terzi» come elemento qualificante dell’*insider trading*.

¹⁰⁴ *Ivi*, par. 54.

tout court l'illecito, a prescindere da complicate dimostrazioni circa il mancato possesso o uso della stessa.

5.2. I caratteri distintivi dell'informazione privilegiata.

Se, dunque, la ricorrenza (o meno) di episodi di *insider trading* viene a dipendere, in larga parte, dalla sussistenza (o meno) di un'informazione privilegiata, è opportuno richiamare – sia pur brevemente, non essendo questa la sede per un'analisi di dettaglio degli elementi costitutivi della relativa nozione – le condizioni alle quali un'informazione possa effettivamente essere qualificata come privilegiata.

Come anticipato, con singolare continuità rispetto alla direttiva *Insider Trading*, l'art. 7 MAR la definisce tale allorquando la stessa (a) abbia carattere preciso; (b) non sia stata resa pubblica; (c) concerna uno o più emittenti o uno o più strumenti finanziari; e (d) qualora venisse resa pubblica, potrebbe avere un effetto significativo sul prezzo degli strumenti finanziari cui si riferisce (o sui derivati ad essi collegati).

Il primo elemento distintivo della nozione di informazione privilegiata è quello della “precisione”. Tale attributo trova la sua giustificazione nella *ratio* che informa la normativa europea in materia di abusi di mercato: laddove, infatti, le informazioni non abbiano un carattere preciso, il loro utilizzo prima di una loro pubblicazione non dovrebbe provocare alcun detrimento per gli altri investitori, dal momento che un'informazione carente di precisione non consente di trarre alcun indebito vantaggio nel compimento di operazioni su titoli, non ledendo dunque né il generale principio della trasparenza del mercato né tantomeno la parità di accesso alle informazioni¹⁰⁵.

Peraltro, l'art. 7, secondo paragrafo, MAR chiarisce espressamente in cosa si sostanzia il requisito della precisione, tenuto conto che essa deve, per un verso, fare «riferimento a una serie di circostanze esistenti o che si può ragionevolmente ritenere che vengano a prodursi o a un evento che si è verificato o del quale si può ragionevolmente ritenere che si verificherà» e, per altro verso, «permettere di trarre conclusioni sul possibile effetto di detto complesso di circostanze o di detto evento sui prezzi degli strumenti finanziari».

Oltre a predicare che l'informazione precisa deve far riferimento ad un evento o ad un insieme di circostanze fattuali, in grado, pertanto, di supportare la valutazione predittiva, la norma distingue gli eventi e le circostanze già verificatesi da quelli futuri: per i primi, il giudizio consiste sostanzialmente in una più agevole analisi “storica”, mentre nel secondo caso è necessario un giudizio prognostico –

¹⁰⁵ Sul punto, per tutti, v. M. VENTORUZZO, C. PICCIAU, *Article 7 Inside Information*, in *Market Abuse Regulation. Commentary and Annotated Guide*², (nt. 1), 275 ss.

tipicamente definito “*reasonable expectation test*”¹⁰⁶ – fondato «su un coefficiente probabilistico che, senza aspirare a livelli prossimi alla certezza, neppure superi la soglia oltre la quale lo sfruttamento di un vantaggio informativo svanisce in una decisione aleatoria»¹⁰⁷.

Da ultimo, la norma pone l'ulteriore condizione che vi sia la possibilità effettiva di determinare le conseguenze che l'evento o le circostanze avranno sul prezzo dei titoli. Ne discende, dunque, che l'informazione, per qualificarsi come privilegiata, dovrà essere altresì sufficientemente specifica da permettere di prevedere l'impatto sui corsi, sì da fornire al potenziale *insider* un vantaggio competitivo (in condizioni di rischio differenziato) rispetto agli altri investitori tale da incentivarlo a commerciare su quel titolo¹⁰⁸.

Il secondo elemento distintivo della nozione di informazione privilegiata è il suo carattere “non pubblico”. Concettualmente meno problematico del precedente, è invece il suo accertamento in concreto l'aspetto meno agevole di tale requisito. Tuttavia, ai fini che qui interessano, è sufficiente precisare che la natura “non pubblica” delle informazioni, a prescindere e al di là delle modalità di *disclosure* “in positivo” adottate dagli emittenti per adempiere agli obblighi di diffusione al pubblico (di cui, tra l'altro, all'art. 17 MAR, secondo cui «le informazioni privilegiate [devono essere] rese pubbliche secondo modalità che consentano un accesso rapido e una valutazione completa, corretta e tempestiva delle informazioni da parte del pubblico [...]»), dipende dal concreto accesso alle medesime da parte degli investitori operanti sul mercato¹⁰⁹. In altri termini, «l'accessibilità del pubblico alla conoscenza rappresenta [...] il prerequisite della liceità delle operazioni borsistiche e il relativo accertamento deve svolgersi su un piano oggettivo, tendente a stabilire se, nel preciso istante di realizzazione della condotta, la notizia abbia perduto il suo carattere privilegiato per qualsiasi via e anche indipendentemente dalla volontà del suo detentore»¹¹⁰.

Il terzo elemento distintivo postula che l'informazione privilegiata concerna uno o più emittenti oppure uno o più strumenti finanziari. Sempre nella (limitata) prospettiva che in questa sede viene in rilievo, il requisito in parola consente di (ri)evocare la già menzionata distinzione tra *corporate information*, afferenti di-

¹⁰⁶ C. DI NOIA, M. GARGANTINI, *Issuers at Midstream: Disclosure of Multistage Events in the Current and in the Proposed EU Market Abuse Regime*, in *Eur. Comp. Fin. L. Rev.*, 2012, 492 ss.

¹⁰⁷ S. SEMINARA, *L'informazione privilegiata*, in *Il Testo Unico finanziario*, diretto da M. CERA, G. PRESTI, II, Bologna, Zanichelli, 2020, 2138.

¹⁰⁸ L. KLÖHN, *Inside information without an incentive to trade? What's at stake in 'Lafonta v AMF'*, in *Cap. Mar. L. J.*, 2015, 180.

¹⁰⁹ P.K. STAIKOURAS, *Four Years of MADness? The New Market Abuse Prohibition Revisited: Integrated Implementation Through the Lens of a Critical, Comparative Analysis*, in *Eur. Bus. L. Rev.*, 2008, 775 ss., L. KLÖHN, (nt. 102), 364 ss.

¹¹⁰ S. SEMINARA, (nt. 107), 2145.

rettamente a un emittente (o uno strumento finanziario) e, in quanto tali (a differenza delle altre), poste a base dell'obbligo di informazione continua (*ex art. 17 MAR*), e *market information*, più genericamente impattanti su una pluralità di emittenti o strumenti finanziari, la cui natura privilegiata, già di per sé più sfumata, si riduce in concreto ad un perimetro, soprattutto temporale, molto limitato (essenzialmente confinato a quel lasso di tempo, appunto generalmente breve, nel quale le sottostanti circostanze sono ancora confidenziali)¹¹¹.

Il quarto ed ultimo elemento distintivo è quello della c.d. *price-sensitivity* (concettualmente assimilabile alla statunitense *materiality*, dalla cui definizione, per via giurisprudenziale, la nozione europea è peraltro fortemente influenzata). In Europa, tale requisito viene costruito mediante una combinazione di prospettive, dapprima in termini oggettivi – perché è privilegiata l'informazione che «se resa pubblica, potrebbe avere un effetto significativo sui prezzi» degli strumenti finanziari – e poi in termini soggettivi – poiché quanto sopra significa che è tale quella «che un investitore ragionevole probabilmente utilizzerebbe come uno degli elementi su cui basare le proprie decisioni di investimento».

Neanche in questo caso è possibile offrire una compiuta analisi dei vari sub-componenti sopra indicati e, in particolare, della discussa figura dell'«investitore ragionevole», astrazione antropomorfa alla cui stregua parametrare l'agire di un ideale investitore-modello, che però risulta un riferimento inaffidabile in un contesto, come quello di mercato, non sempre caratterizzato dalla razionalità che dovrebbe informare le scelte di investimento¹¹². Tuttavia, può comunque osservarsi che la prognosi postuma circa la *price-sensitivity* dell'informazione viene in larga parte a dipendere, sotto il profilo soggettivo, dalla riconducibilità dei singoli elementi di cui il requisito in parola si compone (ad es., l'alterazione del *total mix* di conoscenze che induce all'investimento, la stessa adozione di una decisione di investimento) a comportamenti imputabili ad una figura che, per quanto standardizzata e, come tale, in principio insensibile alle diverse competenze individuali dei plurimi operatori sul mercato, postula l'esistenza di una fisiologia di condotte pur sempre umane, non (quantomeno allo stato) algoritmiche. Ciò, dunque, consente di «chiudere il cerchio» in merito all'analisi dell'operato degli HFT *sub specie insider trading*, come si vedrà subito appresso nel prossimo paragrafo.

¹¹¹ Sul punto, v., tra i vari, C. DI NOIA, M. GARGANTINI, (nt. 106), 493, nonché già G. FERRARINI, (nt. 89), 43 ss. Per la corrispondente distinzione negli Stati Uniti, v., per tutti, S.M. BAINBRIDGE, *An Overview of US Insider Trading Law: Lessons for the EU?*, in *Eur. Com. L.*, 2005, 25.

¹¹² V., *ex multis*, G. STRAMPELLI, (nt. 6), 1006 ss., M. VENTORUZZO, *Reflections on the Notion of Reasonable Investor*, in *Riv. soc.*, 2019, 1296 ss.

6. HFT e insider trading: una (tollerabile) breccia nel paradigma della parità informativa.

A valle dell'analisi normativa compiuta, appare opportuno verificare se, e in che modo, le condotte degli HFT possano essere suscettibili nel divieto di *insider trading*, rispettivamente negli Stati Uniti e nell'UE.

Sul punto, come anticipato, merita ricordare che, grazie al binomio co-ubicazione e flusso diretto dei dati, gli HFT possono godere di un vantaggio informativo sia rispetto al pubblico dei c.d. *slow trader* sia, allorquando destinatari di *private feed*, anche nei confronti degli altri *trader* HFT che non abbiano preso parte alla medesima determinata operazione.

Questa condizione degli HFT non integra certamente gli estremi dell'*insider trading* negli Stati Uniti – ancor prima di analizzare l'“oggetto” del loro presunto “abuso”, ossia di verificare se le informazioni che gli HFT utilizzano siano suscettibili entro la categoria delle informazioni privilegiate (o *material e non-public*, secondo la terminologia statunitense): come si è visto, infatti, nell'ordinamento statunitense la disciplina in materia di *insider trading* è imperniata attorno al compimento di atti *lato sensu* fraudolenti, laddove appare necessaria la violazione, tramite il compimento dell'operazione di mercato, di un dovere, più o meno fiduciario, che l'agente ha nei confronti dell'emittente o dei suoi soci (*classical theory*) o di un terzo-fonte dell'informazione (*misappropriation theory*).

Gli HFT, però, non intrattengono alcun rapporto fiduciario con gli emittenti né violano alcun dovere di riservatezza verso la fonte delle informazioni e, in ogni caso, le modalità di acquisizione dell'informazione non sono affatto fraudolente o, comunque, illecite.

Nell'Unione europea, invece, la soluzione alla domanda di ricerca non può essere così *tranchant*. Appare, infatti, necessario interrogarsi sulla natura privilegiata (o meno) delle informazioni utilizzate dagli HFT, atteso che, a differenza degli Stati Uniti, sono tendenzialmente considerate illecite le ipotesi in cui un soggetto venga a conseguire «un vantaggio a scapito di terzi che non sono a conoscenza di [...] informazioni [privilegiate], mettendo così a repentaglio l'integrità dei mercati finanziari e la fiducia degli investitori»¹¹³, a prescindere dal carattere fraudolento della modalità con cui le abbia acquisite e dai rapporti con l'emittente sui cui titoli commercia.

Ebbene, questa prospettiva di tutela e, dunque, concezione dell'*insider trading* potrebbe portare a valutazioni diverse rispetto alla liceità del vantaggio strutturale di cui godono gli HFT. Se, infatti, gli HFT, tramite i servizi di co-ubicazione e flusso diretto di dati, riescono ad accedere alle informazioni di mercato prima degli altri operatori e, grazie alla programmazione algoritmica, commerciano sulla base delle

¹¹³ Cfr. Considerando 23 MAR.

stesse ancor prima che i dati ufficiali sui prezzi dei titoli vengano diffusi dalle piattaforme di mercato agli altri operatori, si potrebbe obiettare che ciò integri una “violazione” di quella parità informativa su cui si fonda la disciplina eurounitaria ¹¹⁴.

Peraltro, è bene ricordarlo, questa asimmetria informativa è duplice (come detto, sia nei confronti degli altri HFT, per effetto di co-ubicazione e *private feed*, sia nei confronti del resto del mercato, per effetto del “solo” *public feed*) e probabilmente merita conclusioni differenziate a seconda del tipo di asimmetria che, di volta in volta, viene in rilievo ¹¹⁵.

Cominciando dall’asimmetria, per così dire, strutturale, rispetto al resto del mercato, ad avviso di chi scrive è a dir poco dubbio che le informazioni di cui si discorre possano realmente definirsi “privilegiate” e, a meno di forzature interpretative del dettato normativo, facenti prevalentemente leva su ricostruzioni vagamente eticizzanti in materia di (ontologico) squilibrio informativo, ritenere gli HFT responsabili di *insider trading*.

Infatti, a ben vedere, se, ai sensi dell’art. 7 MAR, un’informazione è privilegiata quando (i) ha carattere preciso; (ii) non è stata (ancora) resa pubblica; (iii) concerne uno o più emittenti o uno o più strumenti finanziari; (iv) qualora venisse resa pubblica, potrebbe avere un effetto significativo sul prezzo degli strumenti finanziari cui si riferisce, è quantomeno discutibile che le informazioni “usate” dagli HFT soddisfino compiutamente tutti i predetti requisiti.

Invero, ciò che gli HFT apprendono in caso di *public feed* è un’informazione quantitativamente e qualitativamente identica rispetto a quella a disposizione del resto del mercato, ciò anche laddove le stesse attengano a grandezze aggregate, relative alle operazioni effettuate sulle singole sedi di negoziazione. È chiaro, tuttavia, che, a parità di informazione ricevuta, gli HFT sono in grado di sfruttarla “meglio”, sia sotto il profilo temporale che qualitativo, in virtù della loro velocità operativa, frutto della sofisticata programmazione algoritmica.

Non pare, pertanto, particolarmente persuasivo il rilievo, pur sostenuto in dottrina, secondo cui «rispetto alle cognizioni in chiave speculativa tipiche dell’operatore professionale “classico”, [...] muta [...] la stessa semantica dell’informazione rilevante» ¹¹⁶. Come a voler implicare che, già a livello gnoseologi-

¹¹⁴ D’altronde, il medesimo considerando 62 MiFID II afferma che «[l]a negoziazione ad alta frequenza può anche, visti i vantaggi in termini di informazione forniti a chi la pratica, indurre gli investitori a scegliere di effettuare gli scambi nelle sedi dove possono evitare contatti con gli operatori che effettuano negoziazioni ad alta frequenza [...]», riconoscendo così espressamente la presenza di un vantaggio informativo degli HFT a scapito degli *slow trader*.

¹¹⁵ D’altro canto, parrebbe astrattamente possibile far ricadere la condotta dell’HFT nella fattispecie di *insider* secondario, ove è il mercato stesso – che agirebbe da *tipper* – a “comunicare” agli HFT informazioni che il pubblico, nei fatti, non ha ancora ricevuto o, perlomeno, su cui non ha avuto il tempo di operare.

¹¹⁶ A.F. TRIPODI, *Abusi di mercato e trading algoritmico*, in *Il diritto nell’era digitale*, a cura di R. GIORDANO *et al.*, Milano, Giuffrè, 2022, 754.

co, si farebbe fatica a sussumere le notizie utilizzate dagli HFT entro il concetto normativo di “informazione” (privilegiata) tradizionalmente posto a base dei divieti in materia di abusi di mercato. Non v’è, infatti, differenza in termini né di essenza qualitativa della nozione in questione (quand’anche si prenda a riferimento l’informazione aggregata relativa all’insieme dei dati riferiti agli scambi in un determinato mercato), né – per unità di tempo, ossia allorquando il *feed* diventa *public* – di parametro soggettivo di intellegibilità alla cui stregua la relativa acquisizione (dell’informazione) si misura (essendo il meccanismo conoscitivo umano e il “sapere” e l’“apprendere” dell’algoritmo esattamente identici in quel momento).

Né vi possono essere dubbi, senza dover sconfinare nella declinazione, in chiave tecnologica, degli elementi costitutivi dell’informazione privilegiata normativamente detta, circa il fatto che le informazioni in questione siano “precise”, nel senso che si riferiscono ad un “evento” (cioè ad un fatto oggettivo), benché sia effettivamente da dimostrare che, nel momento in cui vengono poste a disposizione della macchina, quelle informazioni siano sufficientemente specifiche da permettere – ad un umano – di trarre conclusioni, con la stessa reattività con cui lo può fare la macchina, sul possibile loro effetto sui prezzi degli strumenti finanziari.

Ancora, se la *price-sensitivity* (ossia il giudizio prognostico-probabilistico circa l’effetto significativo sul prezzo degli strumenti finanziari) si misura sul parametro dell’investitore ragionevole (sottinteso umano), è soltanto per lo scarto temporale necessario per “processare” tali informazioni – proprio per la inidoneità intellettuale dell’agente-modello a decodificare allo stesso modo le notizie utilizzate dagli HFT – che si può rivelare arduo immaginare che siffatti dati possano essere utilizzate come uno degli elementi su cui basare le proprie decisioni di investimento.

Ma, in ogni caso, a tutto concedere, ciò di cui certamente non si può dubitare è che le informazioni in parola siano “pubbliche” nel momento in cui gli HFT se ne avvalgono, posto che le medesime rivengono da servizi, non soltanto regolamentati, ma soprattutto offerti sul mercato a condizioni di parità a tutti gli investitori (in grado di investire risorse adeguate nelle tecnologie per poterne opportunamente fruire)¹¹⁷. Orbene, certamente si può discutere, ancora una volta, se, allorquando i dati in esame vengono processati dalla macchina, gli stessi si possano definire realmente “pubblici”, nel senso (non di astrattamente disponibili per tutti, che è indubitabilmente vero, ma) di concretamente fruibili da parte degli umani (che, invece, è quantomeno dubbio), sicché residuerebbe un tal quale vantaggio – se non altro, cronologico – a favore dell’algoritmo; tuttavia, «il suo vantaggio non [...] sembra tecnicamente conoscitivo: la macchina, invero, approfitta di un van-

¹¹⁷ V. M. VENTORUZZO, *The Concept of Insider Trading*, (nt. 1), 25.

taggio operativo, nel senso [che] è in grado di processare prima di tutti – e agire di conseguenza – notizie in sé note»¹¹⁸.

Non sfugge a chi scrive che, specie in considerazione della pervasività, progressivamente sempre più accentuata, del fenomeno algoritmico sul mercato, l'interprete – in assenza di espressi spunti legislativi in tal senso – possa nondimeno essere tentato di “aggiornare”, e “adattare” al mutato contesto tecnologico, le nozioni tradizionalmente (e fino ad oggi) impiegate per impernarvi il sistema sanzionatorio relativo agli abusi di mercato. Si tratterebbe, cioè, di creare un parallelo meccanismo esegetico di perimetrazione dei termini di illiceità della condotta posta in essere (in questo caso) dagli HFT, declinando, come detto, in chiave tecnologica, i concetti, ad es., di informazione (privilegiata) e di investitore ragionevole. Detto ancora in altri termini, si potrebbe ritenere opportuno dover costruire, ad es., l'inedita nozione di “investitore algoritmico ragionevole”, per eleggerla ad indice di rilevanza della *price-sensitivity* tecnologica, o quella di informazione privilegiata fruibile soltanto dagli algoritmi¹¹⁹.

La scelta ermeneutica in parola, tuttavia, non pare corretta per almeno due ordini di ragioni.

Anzitutto, ciò postulerebbe l'esistenza di un'informazione ontologicamente diversa, conoscibile esclusivamente dagli algoritmi, che, allo stato, però, non esiste. Come detto, infatti, i dati oggetto di *public feed* sono informazioni finanziarie tipiche (*sub specie market information*) a tutti gli effetti. L'unica differenza, se si vuole, è il “tempo di latenza” necessario per incorporare tali informazioni nelle decisioni di investimento degli operatori, che, nel caso degli HFT, è significativamente più breve.

Inoltre, l'approccio esegetico in parola dovrebbe essere basato su un'opzione ordinamentale di fondo che concepisca come illegittimo il vantaggio strutturale degli HFT: in questo senso, la tensione con l'approccio normativo eurounitario, improntato alla tutela della parità informativa, appare più evidente. Non si può, però, ignorare che giungere a “criminalizzare” l'attività degli HFT, per un verso, sarebbe illegittimo in assenza di apposita previsione normativa (in ossequio al principio *nullum crimen sine lege*) e, per altro verso, rischierebbe di trasformarsi in una deriva disincentivante gli investimenti nelle nuove tecnologie nel settore finanziario. Tanto più che il rilevato vantaggio informativo di cui gli HFT godono è, di fatto, configurabile come il risultato di un ingente investimento effettuato proprio per sviluppare tali tecnologie. Scoraggiare un accesso alle informazioni frutto di una superiorità cognitiva conseguita in maniera del tutto legittima, fruendo peraltro di servizi appositamente regolamentati, parrebbe inopportuno, sia tenendo conto dei principi che informano la tutela dei mercati negli ordinamenti considerati, sia, più in generale,

¹¹⁸ A.F. TRIPODI, (nt. 116), 755.

¹¹⁹ Per taluni spunti in tal senso, v. F. CONSULICH, (nt. 6), 210 ss.

come obiettivo di politica legislativa. Del resto, ciò si tradurrebbe «in un'ipertrofia incontrollabile dei doveri di comunicazione e astensione [...], onerando gli operatori di tali e tanti adempimenti da rendere impossibile ogni operazione economica senza una [reale] giustificazione razionale»¹²⁰.

Senza contare, infine, gli effetti positivi (innegabili ad avviso di chi scrive, ma ampiamente dibattuti¹²¹) connessi alla presenza di tali operatori sul mercato, in termini, ad es., di *price discovery* e *market making*, tenuto conto, altresì, che il “maggior guadagno” che gli HFT riescono a conseguire, pur potendo apparire particolarmente ingente se considerato nel suo complesso come dato aggregato, è invero relativamente minimale con riguardo alla singola operazione (laddove il margine di lucro degli HFT si compone di minimi aggiustamenti di prezzo), potendosi legittimamente dubitare quantomeno dell'esistenza di un reale detrimento degli *slow trader* in tale contesto¹²².

Contrariamente a quanto precede, considerazioni affatto differenti merita, a nostro avviso, la situazione che si viene a creare per effetto del *private feed* ricevuto dagli HFT parti di una determinata operazione. Nello specifico, il *punctum dolens* inerisce alla liceità del vantaggio di cui godono i *trader* HFT che hanno ottenuto accesso a informazioni relative alle operazioni in cui erano coinvolti (*i.e.* l'esecuzione di operazione) prima degli altri *trader* HFT che avevano sottoscritto gli stessi servizi di co-ubicazione. A concedere tale vantaggio sarebbero, per l'appunto, i flussi diretti di dati che confermano anticipatamente l'esecuzione degli ordini a coloro che li hanno inseriti.

Tali informazioni, ancora una volta qualitativamente intellegibili da qualunque

¹²⁰ F. CONSULICH, (nt. 6), 214, secondo cui altresì «le informazioni considerate dagli algoritmi sono spesso prive di rilevanza economica e attengono, ad esempio, a episodici e rapidissimi disallineamenti di prezzo tra domanda ed offerta di un titolo, di valore per altro per lo più infinitesimo».

¹²¹ Crediamo, infatti, che non si possano discutere i benefici apportati dagli HFT quando seguono strategie di *market making* e arbitraggio, mentre conveniamo che possa sussistere qualche dubbio quando gli stessi adottano strategie aggressive di speculazione infragiornaliera. Del resto, è stato pure suggerito che le modalità operative degli HFT possono essere idonee a generare, tra l'altro, maggiori costi per gli investitori, profonde disparità nell'accesso alle informazioni, nonché complessivamente, un peggior funzionamento del mercato: v. Y. YADAV, (nt. 22), 1023; sul punto, v., altresì, G. BALP, G. STRAMPELLI, (nt. 4), 404, secondo cui «[i]nformation inequalities tolerated or accepted under the current insider trading and issuer disclosure rules affect financial markets efficiency and challenge the theoretical framework underlying the ECMH. Due to reduced latency, early access to trade data allows HFTs to anticipate order flow and trade ahead of slower investors. HFTs reduce informed traders' incentives to perform (costly) fundamental analysis, in that they erode the possibility to profit from the first-mover advantage gained through investing in fundamental research and analysis. As a result of potentially reduced informed trading, market prices may become less informative, and negatively affect allocative efficiency. Importantly, HFT is structurally inadequate for contributing to long-term price discovery, since trades are typically not, or only marginally, based on information concerning securities and their issuers, and the fundamental analysis of that information».

¹²² In questo senso, tra gli altri, v. M. VENTORUZZO, (nt. 1), 26.

investitore ragionevole (anche umano), non sono però accessibili al pubblico degli investitori nel momento in cui giungono agli HFT co-ubicati e destinatari di *private feed*, quantomeno fino a quando l'intero mercato non riceve il *public feed*: come tali, in quell'unità di tempo (per quanto circoscritta, comunque non irrilevante), sono informazioni "non pubbliche". Né vi può essere alcun dubbio sul fatto che le negoziazioni che gli HFT avviano "sulla base" di detti dati concretizzano un "utilizzo" di siffatte informazioni e non già un'attività di negoziazione meramente accompagnata dal mero possesso di tali informazioni.

Se, dunque, condurre negoziazioni in tali condizioni di vantaggio informativo oggettivamente compromette il concetto di *level playing field* che l'ordinamento eurolunitario cerca di garantire attraverso il divieto di abuso di informazioni privilegiate, non è peregrino prospettare una sistematica violazione del divieto di *insider trading* allorquando gli HFT agiscono sul mercato basandosi su informazioni anticipate, ottenute attraverso il binomio servizi di co-ubicazione e *private feed*.

E in effetti le norme europee non escludono esplicitamente la possibilità che i *trader* che utilizzino informazioni "anticipate" attraverso il binomio di co-ubicazione e flussi diretti di dati possano incorrere in una violazione nel divieto di *insider trading*. Al contempo, la questione non è stata affrontata esplicitamente dal legislatore europeo né in sede di adozione e/o successiva modifica tanto di MiFID II/MiFIR quanto di MAR.

Ora, probabilmente, a livello ermeneutico, si potrebbe ragionevolmente sostenere che esiste – più o meno implicitamente – una causa di esenzione stabilita da fonte di rango primario, paritetico a quello della norma "incriminatrice" in tema di *insider trading*. Ed è altresì vero che il legislatore europeo, data per assodata la strutturale asimmetria informativa degli HFT rispetto al resto del mercato, ha probabilmente preferito gestirla sul fronte della *disclosure*, prescrivendo alle sedi di negoziazione impegni di diffusione tempestiva delle informazioni, piuttosto che su quello repressivo, in termini di sanzione degli operatori per violazione sistematica del divieto di *insider trading*. Tuttavia, al di là di ormai velleitarie aspirazioni di ortodossia legislativa, l'emersione dell'ulteriore profilo di asimmetria, endogeneo alla categoria di HFT, a seconda che siano destinatari (o meno) di *private feed*, potrebbe riproporre il tema, di politica legislativa, di come evitare la perseguibilità degli HFT *insider trader*. In questo senso, effettuata una nuova, attendibile, verifica circa la tollerabilità dell'ordinamento verso tali epifanie di squilibrio informativo, si potrebbe probabilmente intervenire espressamente sul fronte delle esenzioni/difese, alla stregua di quanto già fatto, ad es., nei confronti dei *market maker* (per la cui operatività è stato approntato un regime di favore nonostante la patente violazione della parità informativa), rispetto ai quali, *mutatis mutandis*, gli HFT presentano talune analogie (se non proprio omologie) operative.

7. Conclusioni.

In definitiva, si è osservato che, specie rispetto ai c.d. *slow trader*, da un punto di vista fenomenico, grazie al binomio co-ubicazione e *public feed*, i *trader* HFT riescono a processare le informazioni in via prioritaria “prima” di ogni altro operatore del mercato. Tuttavia, sebbene vi sia una frazione temporale in cui essi siano gli unici a saper utilizzare tali notizie, questa superiorità informativa difficilmente può essere, allo stato, considerata illecita: ciò poich , a tacer d’altro, il *modus operandi* con cui tale superiorit  viene conseguita appare perfettamente legale (essendo peraltro, negli ordinamenti considerati, co-ubicazione e flusso diretto di dati istituti appositamente disciplinati).   bene, dunque, evitare che, specialmente nell’ordinamento europeo, fondato *in parte qua* sul principio della parit  di accesso alle informazioni, e dunque, in ipotesi, pi  incline a sanzionare il mero squilibrio informativo, si acceda ad un’interpretazione lata di informazione privilegiata, tale da attrarre all’alveo dell’*insider trading* l’operato degli HFT rispetto agli *slow trader*.

Di diverso tenore appare invece il vantaggio per effetto del *private feed* di cui paiono godere gli HFT parti di una determinata operazione rispetto ad altri HFT che non siano parte di quella medesima operazione. Questa seconda asimmetria, per un verso, nell’ordinamento statunitense, appare non sussumibile nell’illecito di *insider trading*, stante l’assenza di qualsivoglia atto *lato sensu* fraudolento ascrivibile agli HFT, mentre, per altro verso, nel contesto eurounitario, l’utilizzo di un’informazione che, seppur per un breve lasso di tempo, non pu  essere considerata ancora pubblica, potrebbe condurre a ritenere che si integrino gli estremi dell’illecito in questione. Per coerenza sistematica, sarebbe forse bene intervenire espressamente con un’apposita causa di giustificazione che schermi il loro operato dai rischi di incriminazione per *insider trading*, anche al fine di scongiurare possibili tendenze repressive che scoraggino l’avanzamento tecnologico dei mercati.

Ci , per , solo a patto che future evidenze empiriche non dimostrino la sussistenza di ulteriori (rispetto a quelle esistenti) ed inammissibili esternalit  negative, connesse all’operativit  degli HFT, nel qual caso sar  opportuno che il legislatore sia statunitense sia, soprattutto, europeo, intervengano espressamente a regolare la materia al fine di minimizzare i costi e le disparit  informative.

Si pone, dunque, una questione di “politica legislativa” relativa alla possibile reazione che l’ordinamento dovrebbe adottare circa le rilevate situazioni di “squilibrio informativo”. Si tratta, cio , di un tema che involge la definizione del bene giuridico tutelato dal divieto di *insider trading*, specie nell’ordinamento eurounitario, ossia la parit  di accesso alle informazioni, la cui effettivit  di tutela rischia di apparire sempre pi  rarefatta.

Al contempo, a livello europeo, non pu  non notarsi che, rimanendo in punto di politica legislativa, il passo   breve rispetto ad un pi  ampio *paradigm shift*, ossia un vero e proprio ripensamento del paradigma di riferimento in merito ai pre-

supposti su cui si fonda la nozione bifronte di informazione privilegiata e i correlati obbligo di *disclosure* e divieto di *insider trading*: l'impatto delle tecnologie, l'indeterminatezza del concetto di ragionevolezza (umana), al cospetto delle plurime epifanie di irrazionalità di mercato, e l'attuale irrilevanza dei profili "qualitativi" dell'informazione legittimano (per non dire impongono) un possibile superamento dell'impianto teorico alla base *in parte qua* della normativa esistente *in subiecta materia*¹²³.

¹²³ In tal senso, per tutti, v. M. ARRIGONI, (nt. 93), 69, F. ANNUNZIATA, (nt. 4), 266 ss.