

INTRODUZIONE

di *Umberto Morera*

Un Convegno giuridico può trarre origine da diverse esigenze: riunire studiosi e operatori al fine di analizzare e commentare una riforma, una novella, un orientamento giurisprudenziale; al fine di fare il punto intorno all'evoluzione di una materia, di un Testo unico, di una legge, di un istituto giuridico; ovvero al fine di presentare un volume, una nuova rivista, un'iniziativa editoriale o culturale.

Il Convegno di oggi, organizzato da *ADDE – Associazione dei docenti di diritto dell'economia* e dedicato alla rilevanza del tempo nel diritto bancario e finanziario, è stato invece ideato in una logica completamente differente: quella di offrire un momento di riflessione trasversale, libero, interdisciplinare, svincolato da schemi precostituiti e senza particolari esigenze di "ancoraggio" a tematiche specifiche.

Perché comunque si è scelto il tempo come punto di osservazione del diritto bancario e finanziario? L'idea di fondo, forse l'ambizione, è stata fondamentalmente quella di continuare quell'indagine culturale compiuta nell'ambito di un Convegno memorabile (memorabile almeno per me, che ero molto più giovane), organizzato dall'Università di Macerata alla fine degli anni '90 e dedicato alla rilevanza del tempo nel diritto commerciale¹.

Per continuare a ragionare sul tempo, sempre in una prospettiva marcatamente interdisciplinare, sfruttando al meglio le diverse matrici culturali che caratterizzano il gruppo dei docenti di diritto dell'economia, membri di *ADDE*.

Rileggendo oggi, com'era inevitabile, le relazioni svolte al Convegno di Macerata, mi sono subito reso conto come il tempo nel diritto commerciale, ed ancor più il tempo nel diritto privato, sia un tempo ancora-

¹ Il Convegno si svolse il 20 aprile 1999 e vide la partecipazione, tra gli altri, di Vittorio Frosini, Paolo Spada e Paolo Ferro-Luzzi. Gli atti del Convegno furono poi pubblicati; cfr. AA.VV., *La rilevanza del tempo nel diritto commerciale*, a cura di U. Morera, G. Olivieri e M. Stella Richter jr., Giuffrè, Milano, 2000.

to a parametri temporali, a periodi, fundamentalmente lunghi, spesso anche indeterminati, agli anni, alle stagioni, ai mesi. È un tempo che – ovviamente inteso nella sua funzione organizzativa – non entra pressoché mai nella dimensione temporale interna al giorno, non è mai un tempo minore del giorno.

Nel diritto bancario e finanziario la situazione è molto diversa.

La dimensione temporale risulta innanzitutto scollegata dai confini spaziali tradizionali, inserendosi e dovendo spesso analizzarsi in quel “luogo” che Alberto Lupoi, con espressione felice, ha definito il “*mondo a parte*”, rappresentato dalle negoziazioni di Borsa, dai così detti Sistemi multilaterali.

Il tempo, nel diritto bancario e finanziario subisce poi una forte accelerazione. Si pensi soltanto alle tecniche utilizzate nel *trading* ad alta frequenza, che è la negoziazione effettuata nel mercato delle macchine, alla velocità che soltanto le macchine possono raggiungere, ove ogni scambio impiega circa 20 millisecondi per essere “ideato” ed attuato mediante speciali algoritmi.

L'intervento dell'uomo, lento per definizione, centralissimo nel diritto privato e ancora molto rilevante nel diritto commerciale, diventa “minimo o nullo” (a voler citare la Mifid 2).

Da qui, l'esigenza di dedicare una giornata di libera riflessione, senza alcun vincolo, al ruolo e alla rilevanza del tempo nel diritto bancario e finanziario.

IL TEMPO E IL DENARO. RIFLESSIONI DI UN GIURISTA

di Antonella Sciarrone Alibrandi

1. Il Convegno di oggi può dirsi in ideale collegamento con quello tenutosi a Macerata nel 1999 dal titolo “*La rilevanza del tempo nel diritto commerciale*”¹. In quel contesto, il tema del tempo veniva affrontato in una prospettiva più ampia, quella del diritto commerciale appunto, mentre oggi ci viene chiesto di riflettere con riguardo al più circoscritto settore del diritto bancario e finanziario. Un ambito quest’ultimo nel quale, peraltro, la correlazione tra tempo e denaro assume un ruolo del tutto centrale, costituendo il fulcro intorno al quale la materia si sviluppa.

Come infatti già in occasione del Convegno di Macerata avevano felicemente intuito Ferro-Luzzi e Spada, ognuno dal suo angolo visuale, proprio nel binomio denaro/tempo può individuarsi la matrice del fenomeno finanziario. A ben vedere, su tale binomio si giocano non solo la gran parte delle attività finanziarie, ma anche il rapporto tra finanza in senso lato ed economia reale (se non mondo reale).

Non a caso l’etimologia della parola “finanza” ci porta all’antico francese “*fin*” (denaro) e al vocabolo latino “*finare*” (esigere del denaro): il che orienta a pensare la finanza come un fenomeno nel quale la ricchezza gioca un ruolo da protagonista².

Inoltre, nel Convegno del ’99 Frosini affermò che la finanza possiede una sorta di “ontologia temporale” e che questa è la sua caratteristica determinante. Infatti, ogni operazione finanziaria inizia ed è destinata a terminare con uno spostamento di ricchezza (in un certo senso crea soldi da soldi). Tuttavia la ricchezza è da vedersi in una prospettiva particola-

¹ U. MORERA, G. OLIVIERI, M. STELLA RICHTER (a cura di), *La rilevanza del tempo nel diritto commerciale*, Atti della giornata di studio, Macerata, 20 aprile 1999, Giuffrè, Milano, 2000.

² A. SCIARRONE ALIBRANDI, *Il diritto del sistema finanziario*, in M. CIAN (a cura di), *Diritto commerciale*, vol. II, Giappichelli, Torino, 2014, p. 786 ss.

re, ovvero quella di una ricchezza che, per varie ragioni, è, qui ed ora, assente. Questa assenza può dipendere dal fattore tempo (ad esempio una prestazione al momento non esigibile o non riappropriabile) o dal fattore spazio (ad esempio una merce al momento in transito o depositata alla rinfusa) oppure da entrambi³.

Poiché la finanza è tempo, essa si giustifica quindi proprio sul differenziale di valore che si può ottenere su un determinato scarto temporale, ovviamente con modalità e forme giuridiche diverse a seconda del tipo di attività finanziaria e del tipo di strumento giuridico impiegato.

A Macerata Spada suggeriva di indagare il profilo del tempo nelle figure in cui esso interviene come componente di fattispecie. In tal senso, si può ritenere che il settore bancario-finanziario sia luogo normativo privilegiato per tale indagine, come pure è stato sottolineato da molti dei relatori allora presenti. Numerosi interventi, infatti, si sono occupati di indagare le varie declinazioni in cui le particolari strutture di temporalità ineriscono a figure o processi giuridici, ove tale dimensione conduce a specifici effetti disciplinari. Ciò è evidente, ad esempio, per i contratti di durata, che Mirone si appresta oggi ad analizzare: ne è riprova la disciplina della risoluzione per i contratti ad esecuzione continuata o periodica, regolata in relazione al perdurare dell'interesse oggetto del contratto.

C'è inoltre un altro spunto, in questo caso di Ferro-Luzzi, che proviene dal convegno di Macerata e che mi sembra offrire un ulteriore interessante angolo visuale della questione. Egli affermava in quella sede che se avesse dovuto riformulare il titolo del suo intervento, *"Il tempo nel diritto degli affari"*, l'avrebbe rinominato *"Le stagioni; i giorni; l'istante"*, intendendo così esprimere la diversa dimensione, incidenza e funzione del fattore "tempo" nei tre sistemi giuridici del diritto privato, del diritto commerciale e del diritto finanziario. Secondo Ferro-Luzzi, infatti, questa tripartizione permetterebbe di individuare in ognuno dei tre sistemi una dimensione temporale peculiare e specifica, in grado di caratterizzare ciascuna disciplina.

Così, il diritto privato sarebbe connotato da una dimensione temporale "naturale" (la naturalità delle stagioni, ma anche – aggiungo io – la naturalità giuridica). Questa naturalità è rinvenibile in numerose soluzioni disciplinari privatistiche, ad esempio nelle scelte alla base della disci-

³ Per definizione, infatti, *"il titolo di credito è quel congegno giuridico che consente di scambiare contro denaro attuale denaro che è investito e non è accessibile qui ed ora: consente di scambiare ricchezza attuale con 'ricchezza assente' per 'distantia loci' o 'distantia temporis'"* (in questi termini P. SPADA, *Introduzione al diritto dei titoli di credito*, Giappichelli, Torino, 2012, p. 109).

plina dei frutti naturali così come di quella dei frutti civili che comunque alla prima si relaziona⁴. Allo stesso modo, nelle discipline della prescrizione e dell'usucapione, nelle quali è il fatto del decorso di un preciso periodo di tempo a determinare l'estinzione del diritto o la sua acquisizione. Oppure ancora nei contratti di durata, ove la presenza della dimensione temporale ostacola la rigida applicazione della disciplina della nullità.

Di qui la considerazione che nel diritto privato classico il tempo non abbia una rilevanza centrale; infatti si tratta spesso di una dimensione temporale ampia, talvolta neppure determinata con esattezza.

Diverso è quanto accade nel diritto commerciale, ove l'esigenza di maggior precisione ha spinto il legislatore a decidere di utilizzare il giorno come unità di misura non scindibile. Questa considerazione è avvalorata anche dalla Corte di Cassazione che, in una decisione su una controversia fiscale, al fine di precisare il *dies a quo* di una fusione, ha ribadito la non frazionabilità del giorno nell'unitarietà delle 24 ore che lo compongono, dal momento che ciò implicherebbe la convivenza all'interno dello stesso giorno di riflessi giuridici di segno opposto⁵.

Invece, per quanto riguarda il settore finanziario, Ferro-Luzzi indicava che il tempo è l'istante, poiché la finanza si basa su uno svolgimento dei rapporti estremamente rapido, essendo un settore particolarmente dominato da esigenze di certezza e sicurezza. Dunque, la sua regolazione supera quella del diritto commerciale in quanto a dimensione temporale, necessitando di norme più stringenti⁶.

Proprio su questa considerazione della centralità dell'istante nel diritto finanziario vorrei fare però qualche considerazione ulteriore, provo-

⁴ Per quanto riguarda i frutti naturali, il tempo nel quale si matura l'autonomia di questo bene è dato dal trascorrere delle stagioni, un tempo lungo, non predeterminato né predeterminabile. Per quanto riguarda i frutti civili, evidenzia Ferro Luzzi, il tempo è più precisamente determinato e misurato in giorni, per via dell'esigenza di maggior precisione. Per riportare un altro esempio dell'autore, si pensi alla disciplina del tempo di esercizio della servitù, nella quale la dimensione temporale delle "stagioni" è evidentissima. In essa il riferimento del codice civile è addirittura agli equinozi come momento di delimitazione dell'esercizio del diritto (art. 1085 c.c.), v. nt. 1.

⁵ Cass., Sez. Trib., n. 12283/2001.

⁶ Ferro-Luzzi proponeva, tra gli esempi, quello della disciplina della pubblicità dichiarativa nel registro delle imprese, che nel caso dei rapporti con la banca viene sostituita dalle NBU, che prevedono la comunicazione diretta alla banca dei poteri di rappresentanza, della loro modifica, della loro estinzione e della comunicazione alla medesima dell'indirizzo a cui recapitare la corrispondenza. Nell'ambito del rapporto tra banca e cliente questi principi sostituiscono le regole della pubblicità nel registro delle imprese, assicurando così la maggior celerità che caratterizza la disciplina bancaria.

cata anche da un mutamento sostanziale dello scenario socio-economico rispetto agli anni del Convegno di Macerata.

Innanzitutto, cosa vuol dire oggi che è l'istante la dimensione temporale del diritto finanziario? Se quindici anni fa questa constatazione si fermava su un piano descrittivo del fenomeno finanziario, ora l'utilizzo costante ed estremo delle tecnologie più avanzate mette in grado di compiere operazioni prima inimmaginabili e apre scenari inesplorati in ordine sia ai problemi giuridici che sorgono, sia alle risposte che il diritto è chiamato a dare, nel senso della costruzione di regole idonee a favorire l'innovazione salvaguardando però, al contempo, i valori fondanti di ogni sistema giuridico, ivi compreso quello finanziario.

È assai importante dunque riflettere sulla temporalità propria del settore della finanza ed è opportuno chiedersi se la soddisfazione di questa esigenza di rapidità dei rapporti non rischi di snaturare il valore dell'investimento e di trasformare il mercato finanziario da luogo in cui soggetti in deficit e soggetti in surplus si incontrano per scambiare risorse necessarie all'attività di entrambi a luogo di giochi speculativi.

2. L'estrema attualità e rilevanza del "fattore tempo" nel settore bancario-finanziario trova conferma, del resto, nella circostanza che pure il legislatore europeo ha ritenuto, di recente, di doversene interessare, sia pure non sempre con interventi di reale efficacia, introducendo incentivi verso prospettive di lungo periodo, quasi a voler contrastare la tendenza che si orienta verso un progressivo assottigliamento dei tempi finanziari. Come verrà meglio approfondito più tardi da Vella, l'attenzione della Commissione, infatti, negli ultimi anni (e in particolare dopo il sopraggiungere della grande crisi) si è concentrata sulla ricerca di strategie per contenere il fenomeno del c.d. *short-termism*, cioè la crescente strategia imprenditoriale che si focalizza quasi esclusivamente su obiettivi di breve periodo.

Si tratta di un fenomeno che origina nel mercato finanziario e negli *agency problems* esistenti nell'industria dell'intermediazione nell'ambito del rapporto con la propria clientela, ma che esonda poi nel più generale campo dell'impresa e della sua *governance*.

In un interessante libro del 2013, "*Firm Commitment*", Mayer esprime la propria critica nei confronti dell'impresa, sostenendo che essa abbia tradito la sua funzione sociale, poiché è stata ammaliata dall'ottica a breve termine propria della finanza e che si sostanzierebbe nell'eccessiva spinta alla valorizzazione degli *assets* nel breve periodo, in contrasto con le ragioni degli altri *stakeholders*⁷.

⁷ C. MAYER, *Firm Commitment: Why the Corporation Is Failing Us and How to Restore Trust in It*, Oxford University Press, Oxford, 2013.

Tuttavia già Padoa Schioppa nel 2009 metteva in guardia dalla “veduta corta”, cioè dall’ossessione della massimizzazione del profitto nel breve termine e dall’orizzonte temporale del “tutto e subito”⁸.

Il principio della sostenibilità di lungo periodo è diventato così uno dei driver di riferimento dei regolatori oggi alla ricerca di soluzioni più coerenti con tale obiettivo, sia sul piano delle architetture istituzionali che su quello degli *assets* di governo delle imprese. Ciò vale – lo si è già accennato prima – sia per le imprese finanziarie, sia per le società quotate e le imprese *tout court*.

Ed ecco che, volendo tratteggiare uno scenario di massima e senza pretesa di completezza, si può rammentare il processo di ripensamento dei sistemi retributivi di amministratori e *managers*, considerati (almeno a livello europeo) uno strumento idoneo a evitare un eccesso di *short-termism* da parte di questi ultimi, in passato spinti invece nella direzione del breve periodo anche da sistemi retributivi come ad esempio le *stock options*. Proprio per questa ragione, nonostante il dibattito in corso sia ancora del tutto aperto, si sono proposte soluzioni più o meno rigide rispetto all’autonomia privata.

Per altro verso, ma sempre in connessione con il tema dello *short-termism*, sono pure allo studio modalità di incremento del diretto coinvolgimento dei soci (o quantomeno di alcuni di essi) nel governo societario, al fine di garantire un più costante ed incisivo monitoraggio sulle scelte gestionali. Ci si riferisce, ad esempio, agli incentivi all’attivismo degli investitori istituzionali (uno su tutti, il meccanismo della *record date*), finalizzati ad allineare gli interessi in gioco. Tuttavia, le iniziative auspicate in questo senso, soprattutto con il *Green Paper* del 2011 e l’*Action Plan* del 2013⁹, oltre a riscuotere non più che un tiepido seguito (almeno per quanto riguarda gli investitori istituzionali – da distinguere dai fondi di investimento alternativo, i c.d. *hedge funds*, presso i quali invece questi nuovi strumenti ricevono buona accoglienza), neppure sembrano di per sé bastare ad incentivare prospettive di lungo periodo, poiché agli azionisti, benché attivamente impegnati nella gestione delle imprese, è sempre lasciata la possibilità di perseguire programmi di breve periodo.

Diversamente non può ritenersi con riguardo alle varie proposte volte a rafforzare il ruolo dei soci “pazienti” o “duraturi” attraverso meccani-

⁸ T. PADOA-SCHIOPPA, *La veduta corta*, Il Mulino, Bologna, 2009.

⁹ COMMISSIONE EUROPEA, Libro Verde, *Il quadro dell’Unione europea in materia di governo societario*, 2011; COMMISSIONE EUROPEA, Action Plan, *Diritto europeo delle società e governo societario. Una disciplina giuridica moderna a favore di azionisti più impegnati e società sostenibili*, 2013.

smi di fidelizzazione sul piano patrimoniale e amministrativo. Ne è un esempio l'introduzione nell'ordinamento italiano del voto maggiorato con la riforma dell'agosto 2014 (già nel 2007 la Commissione Europea aveva consigliato questa scelta, anche se poi non si era giunti ad una regolamentazione della materia).

A dire il vero, rispetto a questa strategia regolatoria non è mancato chi ha voluto mettere in guardia dal riporre eccessiva fiducia nell'utilizzo automatico del criterio dell'orizzonte temporale, sottolineando l'ambiguità della stessa distinzione tra "*inappropriate short-term activism*" e "*appropriate long-term engagement*"¹⁰. Tale distinzione, infatti, potrebbe risultare fuorviante se portata alle estreme conseguenze¹¹.

È sulla base di questa condivisibile prudenza che occorre allora guardare al modo in cui, da ultimo, l'Unione Europea ha ripreso la questione nell'ambito del *Green Paper* e dell'*Action Plan* del 2015, aventi ad oggetto la proposta dell'Unione dei Mercati di Capitali (*Capital Markets Union* o CMU)¹². Uno degli obiettivi chiave della CMU è, infatti, stato individuato nel sostegno al ricorso a nuovi fondi di investimento europei a lungo termine per convogliare finanziamenti a favore delle infrastrutture e di altri progetti di lunga durata. Per raggiungere tale obiettivo, l'*Action Plan* ha elaborato la disciplina riservata a specifici fondi di investimento a livello europeo, c.d. ELTIF (*European Long Term Investment Fund*), i quali saranno in grado di favorire investimenti transfrontalieri e al contempo di aumentare investimenti a lungo termine effettuati da investitori più piccoli, inclusi gli investitori *retail*.

¹⁰ M. EREDE, G. SANDRELLI, *Attivismo dei soci e investimento short-term: note critiche sul ruolo degli investitori professionali a margine del dibattito europeo sulla corporate governance*, in *Riv. Soc.*, n. 5, 2013, p. 931 ss.

¹¹ F. DENOZZA, *Voto plurimo, voto maggiorato e modifiche dell'OPA*. "[...] l'Unione Europea, quando fa riferimento ai soci investitori, collettivamente proprietari delle società europee, li evoca soprattutto come soggetti potenzialmente in grado di farsi portatori nelle loro società di quella che si chiama la visione di lungo termine o di lungo periodo (una piccola parentesi: quella della contrapposizione tra lungo e breve termine è uno degli strumenti teorici che, nonostante il favore di cui attualmente gode, è in realtà uno dei più inefficienti e stucchevoli tra tutti quelli a disposizione, evidente essendo che non c'è nulla di intrinsecamente e aprioristicamente positivo nel lungo termine come non c'è nulla di intrinsecamente negativo nel breve termine, e questa è la ragione per cui il coordinamento tra piani di breve, medio e lungo termine è sempre stato ritenuto, nei sistemi capitalistici, un compito di mercato, e non di un burocrate in grado di stabilire se sono meglio i primi, i secondi o i terzi".

¹² COMMISSIONE EUROPEA, Libro Verde, "*Costruire un'Unione dei mercati di capitali*", febbraio 2015; COMMISSIONE EUROPEA, Action Plan "*Building a Capital Markets Union*", settembre 2015.

Anche in occasione degli interventi del 2015, però, si riscontrano alcune incertezze da parte dei regolatori nell'affrontare la questione. Il problema dello *short-termism*, infatti, è stato solo tangenzialmente affrontato dal Libro Verde, per poi essere un po' più approfondito dallo *Staff Working Document* in accompagnamento del documento principale, nel quale si è fatto cenno al problema, imputandone la causa principalmente agli investitori istituzionali (ad esempio, ai fondi pensione), i quali, pur avendo l'attitudine strutturale all'impiego di fondi in prospettiva duratura, spesso non allocano sufficienti capitali verso questo tipo di investimenti¹³. Sempre nel documento di accompagnamento si fa riferimento anche a "disfunzioni normative", talora presenti nelle regolamentazioni nazionali, le quali impongono ai fondi pensione di alcuni Stati Membri di investire almeno il 50% dei propri *assets* in obbligazioni sovrane, con conseguente eccessivo immobilizzo di risorse. Sebbene la Commissione sottolinei gli impegni presi in tal senso nel 2014 nella proposta di revisione della Direttiva IORP riguardante la disciplina dei fondi pensione¹⁴, il problema dello *short-termism* non sembra, però, nel complesso affrontato con la decisione che meriterebbe. E ciò nonostante sia nel documento della Commissione, sia nello *Staff Working Paper* il profilo della dimensione temporale sia accennato – ma sul punto tornerò fra breve – anche con riguardo al distinto e controverso fenomeno dell'*High frequency trading* (ma pure delle *dark pools*), ritenuto espressione di una pericolosa tendenza verso prospettive di breve termine. E ancora con riguardo allo *short-termism*, definitivamente abbandonato sembra pure essere il progetto di una tassazione delle transazioni finanziarie volta a scoraggiare investimenti meramente speculativi a favore di investimenti a lungo termine: presentata nel 2013, infatti, tale proposta incontrò la resistenza di alcuni Stati Membri e, in occasione della discussione sulla CMU, tale opposizione è stata ulteriormente ribadita da uno dei membri della Commissione¹⁵.

¹³ COMMISSIONE EUROPEA, *Initials Reflections on the Obstacles to the Development of Deep and Integrated EU Capital Markets*, accompanying the document Green Paper *Building a Capital Markets Union*, Commission Staff Working Document SWD, 2015, n. 13, Brussels.

¹⁴ COMMISSIONE EUROPEA, *Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on the Activities and Supervision of Institutions for Occupational Retirement Provision*, Brussels, 27 marzo 2014.

¹⁵ D. PESENDORFER, *Capital Markets Union and Ending Short-termism: Lessons from the European Commission's Public Consultation*, in *Law and Financial Markets Review*, novembre 2015.

3. Come già si è accennato, dal 1999 ad oggi un ulteriore fattore è intervenuto prepotentemente nel settore finanziario (e più in generale nel settore dell'economia) e con esso il diritto non può fare a meno di confrontarsi: la tecnologia. A questo tema già si riferiva Frosini, sempre nel Convegno di Macerata, osservando che era in atto un processo di "istantaneizzazione" della comunicazione umana, tale da ridurre l'unità di misura temporale al di sotto del minuto e del secondo. Poiché già quindici anni fa era necessario che il diritto rispondesse a questo processo, in quel periodo si cominciò a registrare il proliferare di nuove normative come, ad esempio, lo *Uncitral model law on electronic commerce*, che all'art. 15 tratta di *Time and place of dispatch and receipt of data messages*, ossia della determinazione del tempo del messaggio elettronico nei suoi effetti giuridici.

Ad oggi ulteriori importanti sviluppi tecnologici sono intervenuti in questo campo e, grazie alla progettazione e all'utilizzo di sistemi altamente informatizzati, sono stati offerti al settore finanziario strumenti caratterizzati da possibilità e tempi del tutto nuovi rispetto a un passato anche recente. Fra questi una posizione di primo piano senza dubbio è rivestita dal sistema che consente il *trading* ad alta frequenza (*High-Frequency Trading* o HFT), che nel presente concerne una parte considerevole delle operazioni compiute sui mercati borsistici. Tale fenomeno si articola come un sottoinsieme della più ampia categoria del *trading* algoritmico, nel quale gli ordini impartiti sul mercato vengono determinati automaticamente attraverso algoritmi computerizzati. In un certo senso l'HFT ne costituisce l'immediata evoluzione poiché permette, oltre alla semplice eliminazione del fattore umano (che certamente influisce sulla velocità di reazione), una ancora maggiore liquidità del mercato¹⁶. Infatti, grazie a questi sistemi tecnologicamente avanzati è possibile compiere negoziazioni ad altissima velocità, le cui sequenze sono elaborate mediante strutture algoritmiche che permettono il perfezionamento di migliaia di operazioni al secondo (tanto per fare un esempio, occorre circa il tempo di un battito di ciglia per il perfezionamento di settemila operazioni di *High-Frequency Trading*). Questo particolare tipo di negoziazioni riguarda quasi esclusivamente *trading* proprietario e si sostanzia nello scambio di strumenti finanziari particolarmente liquidi, di pronta commerciabilità. La tecnica è funzionale a ricavare dallo scambio le ridottissime oscillazioni di prezzo dei prodotti, permettendo di conseguire un ingente profitto gra-

¹⁶ A. PUORRO, *High-Frequency Trading: una panoramica*, in *Questioni di Economia e Finanza* (Occasional Papers), n. 198, 2013.

zie alla sommatoria dei singoli profitti delle numerosissime operazioni effettuate¹⁷.

Si tratta di una tecnica assai diffusa che registra in Italia un utilizzo del 22% rispetto al totale degli scambi di Piazza Affari (contro il 50% di *Wall Street*): è dunque opportuno chiedersi quali conseguenze possano derivare da tale sempre maggior sviluppo e se esse non rischino di stravolgere il funzionamento del mercato finanziario e le sue dinamiche naturali.

In particolare, l'utilizzo di un sistema di *High-Frequency Trading* sembra idoneo ad incidere sul meccanismo informativo che contribuisce al processo di formazione del prezzo dello strumento finanziario. In assenza di un sistema algoritmico di negoziazione, accade che le scelte di investimento siano compiute sulla base delle informazioni disponibili concernenti il titolo oggetto di negoziazione, l'emittente o il mercato in generale. Tali informazioni riguardano il valore del fondamentale sottostante al titolo oggetto di negoziazione e, di conseguenza, sono idonee ad influenzarne il prezzo di acquisto. Invece in una negoziazione compiuta mediante *trading* ad alta frequenza lo sfruttamento di ogni possibile oscillazione dei prezzi di mercato, al fine di accumulare una consistente quantità di profitti (benché di minima misura se singolarmente considerati), fa sì che le scelte di investimento rischino di essere slegate dal valore del fondamentale di uno strumento finanziario e, in ultima istanza, dalle informazioni che lo riguardano.

Vero è che, nel corso degli anni, sono stati elaborati algoritmi sempre più sofisticati. Infatti, sulla base dei risultati ottenuti da una prima generazione di algoritmi – calcolati esclusivamente su variabili tecniche (ad esempio, l'andamento degli ordini relativi al titolo o la loro cancellazione) e di conseguenza del tutto insensibili alle informazioni disponibili sul mercato –, si è giunti in seguito all'elaborazione di algoritmi in grado di sfruttare le informazioni presenti sui circuiti informatizzati. Tuttavia, pur considerando questa evoluzione, gli operatori di *trading* ad alta frequenza rimangono comunque non paragonabili agli investitori professionali per quanto riguarda lo sfruttamento delle informazioni disponibili per analizzare il valore fondamentale degli strumenti finanziari. Infatti, gli *high-frequency traders* non effettuano alcun vaglio delle informazioni, limitandosi a sfruttare i parametri tecnici e quantitativi di esse, prescindendo dunque da ogni tipo di analisi. Per questo motivo si paventa

¹⁷ G. STRAMPELLI, *L'informazione societaria a quindici anni dal T.U.F.: profili evolutivi e problemi*, in *Riv. Soc.*, n. 5, 2014, p. 991 ss.

un effetto negativo di questo tipo di negoziazioni rispetto alla valenza informativa e segnaletica dei prezzi di mercato. E ciò in quanto, in assenza di meccanismi algoritmici, la decisione dei *traders* di utilizzare le informazioni concernenti il valore del fondamentale sottostante al titolo per orientare le proprie scelte si riflette anche sulle scelte di *traders* minori, non in grado di reperire altrettante informazioni o di investire nel *monitoring* al pari dei primi. Conseguenza di ciò è che il prezzo del titolo tende ad incorporare sempre di più le informazioni disponibili e, col progredire delle negoziazioni, ad eliminare eventuali discrepanze tra prezzo di mercato e valore stimato del titolo.

Invece, quando i sistemi di *High-Frequency Trading* intervengono nel mercato con una quantità consistente di ordini provocano oscillazioni dei prezzi che non riflettono le informazioni disponibili e, quindi, rischiano di pregiudicare l'efficienza del mercato medesimo. A maggior ragione, se si considera il fenomeno dal punto di vista degli *informed traders*, non può escludersi che questi siano indotti ad abbandonare le piattaforme principali in favore di *dark pools* (che tuttavia non forniscono informazioni *pre-trade*), per evitare che le proprie strategie di investimento vengano riprodotte dai *high-frequency traders* e quindi per impedire loro di monetizzare le informazioni eventualmente acquisite.

Rispetto a quanto detto sin qui non si può tacere, tuttavia, che, alla luce di analisi empiriche del fenomeno, taluni abbiano raggiunto conclusioni differenti, sostenendo che l'utilizzo sulle piattaforme di sistemi di negoziazione algoritmica sembra non essere idoneo a minare il funzionamento naturale del mercato. Non vi sarebbero segnali di aumento delle pratiche abusive del mercato e, di conseguenza, non sembrerebbe che dal HFT derivino effetti negativi sulla fiducia degli investitori. Al contrario, sempre sulla base di studi empirici si sarebbe dimostrato che l'utilizzo del HFT, aumentando il numero di operazioni effettuate, contribuirebbe a velocizzare il processo di incorporazione delle informazioni nei prezzi, con conseguente beneficio soprattutto nell'orientamento delle scelte dei piccoli risparmiatori.

L'argomento è dunque controverso ma, al di là della preferenza che si voglia accordare all'una o all'altra delle differenti opinioni che sono state sino ad oggi espresse, non sembra comunque trascurabile l'eventualità che un così consistente incremento delle operazioni sulle piattaforme aumenti il rischio di errori sistemici, con conseguente distorsione nella formazione dei prezzi (a tal riguardo si pensi al rischio che la presenza di un algoritmo errato possa determinare l'immissione nel mercato di una quantità ingente di ordini errati, con conseguenti irregolarità nel suo funzionamento).

Un'altra questione delicata, cui in questa sede non si può riservare più di un cenno, concerne la responsabilità dei *traders* ad alta frequenza, che potrebbe essere invocata di fronte a decisioni di investimento determinate da algoritmi errati, da cui derivassero conseguenze ed errori che, a causa del loro grado di complessità, potrebbero ritenersi imprevedibili e inevitabili da parte dei *traders* medesimi.

Proprio in considerazione della complessità e della rilevanza – anche in senso dimensionale – del fenomeno, oltre che nell'ottica di salvaguardare i principi di certezza e sicurezza delle operazioni finanziarie su cui l'intero funzionamento del mercato è ispirato, il legislatore non ha mancato di intervenire in proposito.

Già da qualche anno, infatti, si è scelto di predisporre una regolamentazione di protezione dagli eventuali abusi di mercato che i sistemi come quelli di HFT rischiano di provocare.

In particolare, nell'ottobre 2011 il Rapporto IOSCO “*Regulatory issues raised by the impact of technological changes on market integrity and efficiency*”, dopo aver evidenziato pregi e difetti di un sistema di *High-Frequency Trading*, è intervenuto con Raccomandazioni contenenti prescrizioni per gli operatori di questi meccanismi dirette sia ad una concreta valutazione dell'impatto di queste negoziazioni sull'efficienza del mercato, sia all'adozione di misure idonee ad evitare i rischi di danneggiamento dell'integrità ed efficienza dei mercati stessi¹⁸. Contemporaneamente allo IOSCO, anche l'ESMA si è impegnata ad orientare attraverso delle linee guida l'operato degli *high-frequency traders*, al fine di incentivare l'uniformità delle prassi di vigilanza per l'applicazione uniforme del diritto dell'Unione¹⁹.

E ancora, con riguardo a questo tipo di negoziazioni, sono stati emanati il regolamento n. 596/2012/UE e la direttiva 65/2014/UE (c.d. MiFID II). Il primo, all'art. 12, ha inserito tra le fattispecie che ricadono nel divieto di manipolazione del mercato, alcune strategie basate sulla negoziazione algoritmica ad alta frequenza. La seconda, invece, ha dedicato ampio spazio alla regolamentazione del fenomeno. In particolare, all'art. 17 sono state inserite prescrizioni dirette alle imprese di investimento che utilizzano sistemi di negoziazione ad alta frequenza e che riguardano l'inserimento di sistemi di controllo funzionali a contenere il rischio che ta-

¹⁸ IOSCO, “*Consultation Report. Regulatory issues raised by the impact of technological changes on market integrity and efficiency*”, luglio 2011.

¹⁹ ESMA/2011/456, “*Final Report. Guidelines on systems and controls in an automated trading environment for trading platforms, investment firms and competent authorities*”, 21 dicembre 2011.

le modalità operative venga utilizzata per porre in essere condotte abusive, ovvero comporti la sistematica immissione di ordini erronei o un afflusso eccessivo di ordini capace di compromettere il corretto funzionamento dei mercati. Inoltre, è stato previsto l'assoggettamento degli operatori che si servono di un sistema di negoziazione algoritmica ad un regime di sorveglianza più stringente, prevedendo che questi operatori debbano comunicare, almeno annualmente, le strategie di negoziazione algoritmica, nonché i dettagli sui parametri o sui limiti cui il sistema è soggetto e i controlli fondamentali di conformità al rischio attuati dall'autorità di vigilanza. Dallo speculare punto di vista della regolamentazione dei mercati, invece, l'art. 48 della MiFID II ha introdotto regole operative volte a garantire l'idoneità delle strutture di *trading* a sopportare i possibili rischi correlati all'utilizzo di un tale sistema di negoziazione. Infatti, sono stati previsti sistemi di procedure che, limitando l'afflusso eccessivo di ordini sul mercato, l'immissione di ordini eccedenti determinate soglie di prezzo ovvero di ordini palesemente errati, sono in grado di evitare che sistemi algoritmici di negoziazione ad alta frequenza possano pregiudicare il regolare andamento degli scambi²⁰.

Rispetto all'intervento regolatorio in discorso si è, tuttavia, già dubitato da parte di taluni che le suddette previsioni siano in grado di incidere efficacemente sulla sicurezza del mercato. Ad esempio, è stato criticato il mancato inserimento di un limite minimo di *tick size*, come invece l'ordinamento tedesco ha previsto mediante l'*Hochfrequenzhandelsgesetz*. Una presa di posizione in merito avrebbe avuto il vantaggio di evitare condotte da parte di *high-frequency traders* in grado di sorprendere i *traders* tradizionali mediante l'offerta di incrementi di prezzi praticamente irrilevanti ma comunque idonei ad aggiudicarsi la priorità. Inoltre, sempre il legislatore tedesco, che è stato uno dei più solerti a disciplinare la materia senza aspettare il recepimento di MiFID II, ha ritenuto di dover inasprire i requisiti organizzativi dei *traders* ad alta frequenza rispetto a quelli richiesti dalla normativa europea. In particolare è stata prevista una dotazione di capitale iniziale non inferiore a 730.000 € e la nomina di un amministratore dotato di adeguata professionalità. E tali scelte non possono che leggersi come un chiaro segno della valutazione di inefficacia degli interventi adottati nella MiFID II.

Anche la risposta americana al fenomeno del HFT non è stata molto differente. A seguito del ben noto *Flash Crash* avvenuto nel 2010, a causa del quale si è registrato un vero e proprio tracollo delle quotazioni sul mercato borsistico statunitense, il legislatore è intervenuto con una di-

²⁰ V. CAIVANO, S. CICCARELLI, G. DI STEFANO, M. FRATINI, *Il trading ad alta frequenza*, in *Quaderno giuridico Consob*, n. 5, 2012.

sciplina volta ad irrigidire la vigilanza sui soggetti che, effettuando una grande quantità di operazioni sul mercato, sono in grado di influenzare l'andamento dei titoli in modo considerevole. Così gli *high-frequency traders* sono stati inseriti nell'elenco dei *large traders* e sono tenuti sia alla registrazione presso le autorità di vigilanza, sia al monitoraggio e alla comunicazione all'autorità stessa delle operazioni da parte dei soggetti operanti per conto dei *large traders*.

Non è certo questa la sede per entrare nei tecnicismi propri della materia e per svolgere un discorso approfondito sull'argomento, vorrei però provare a fare qualche primissima considerazione relativa all'approccio dei legislatori rispetto alle criticità sollevate da un utilizzo della tecnologia come quello che sta alla base dell'*High-frequency trading*: approccio molto interessante rispetto alle tematiche che verranno analizzate nel Convegno odierno. Quanto mi preme qui sottolineare è che, anche in questo specifico campo, ci si muove alla ricerca di un equilibrio tra le possibilità che la tecnologia sempre di più offre in termini di margini di guadagno sui mercati e l'esigenza che la natura propria del mercato stesso sia tutelata. E questo equilibrio è da realizzare limitando il più possibile le distorsioni che una visione del mercato orientata alla pura speculazione porta con sé. Ebbene, proprio in ragione di questa considerazione, non si può non dubitare circa il fatto che una normativa fondamentale volta ad introdurre ulteriori obblighi informativi verso l'autorità di vigilanza possa davvero costituire la soluzione adeguata. La normativa europea segue un approccio volto alla limitazione dei rischi che il *trading* ad alta frequenza porta con sé, ma nulla statuisce circa l'opportunità della dimensione che è bene questi sistemi raggiungano e, in ultima analisi, circa la loro "utilità sociale", quantomeno in senso lato.

In proposito è auspicabile, credo, uno sforzo maggiore del legislatore, nel senso di una sistematizzazione del fenomeno, anche in considerazione della maggiore attenzione di recente dimostrata verso la creazione di incentivi all'investimento di lungo periodo cui prima ho fatto cenno.

Ritengo, infine, che il nostro ruolo di studiosi e ricercatori sia fondamentale: anche a noi spetta, infatti, la ricerca di soluzioni nuove e adeguate su questioni di ampio respiro (quali possono essere molte di quelle che attengono al "fattore tempo"), in grado di rispondere alle istanze di innovazione che la realtà ogni giorno propone ma anche di rispettare i principi fondamentali e i valori propri del sistema giuridico.

TEMPO LOGICO E TEMPO STORICO IN ECONOMIA E IN FINANZA

di Pierluigi Ciocca

1. Premessa

Filosofi e storici praticano da sempre sia i termini sia i concetti di tempo ad essi sottesi: “Cos’è dunque il tempo? Se nessuno m’interroga, lo so. Se volessi spiegarlo a chi me lo chiede, non lo so”, diceva Agostino.

Essendo economista, è dagli economisti che desumo i termini e, con qualche difficoltà, i concetti. Muovo da due donne economiste, una di ieri e una di oggi: Joan Robinson (1903-1983)¹ e Valeria Termini².

Scrivono Joan Robinson: “Tempo logico, in un modello ben specificato: quando un matematico dice *y sale se x scende*, egli non implica nulla circa le sequenze temporali e nulla di diverso da *quando x è basso y è alto*”³.

Scrivono, più estesamente, Valeria Termini: “Per ‘tempo logico’ intendo un insieme logico di rapporti che collegano le variabili in un’unica direzione secondo un nesso di causa/effetto: le variabili, quindi, non devono essere datate”. E più oltre: “Il cuore del ‘tempo storico’ è che passato, presente e futuro sono qualitativamente diversi, legati da aspettative e programmi”. Fra il tempo logico e il tempo storico, almeno in economia, può darsi un terzo tipo di tempo, meccanico: “La caratteristica primaria del ‘tempo meccanico’ è che le sue sequenze implicitamente presuppongono l’estensione temporale meccanica di un insieme di relazioni inva-

¹ “Logical time in a specified model: When a mathematician says ‘y rises as x falls’, he is implying nothing about temporal sequences or anything different from ‘when x is low, y is high’” (J. ROBINSON, *Essays in the Theory of Economic Growth*, Macmillan, London, 1962, Cap. II, *Logical and Historical Time*, p. 23 ss.; *Time in Economic Theory*, in *Kyklos*, 1980, pp. 219-229).

² V. TERMINI, *Logical, Mechanical and Historical Time in Economics*, in *Economic Notes by Monte dei Paschi di Siena*, 1981, pp. 58-104.

³ J. ROBINSON, *Time in Economic Theory*, cit., p. 220.

rianti nel tempo (...). Le variabili devono essere datate, affinché si possa tracciare il succedersi dei loro valori”⁴. Ad esempio, il consumo di oggi dipende dal reddito di ieri.

Sul piano del metodo la questione si collega al rapporto fra analisi statica e analisi dinamica in economia. Paul Samuelson ha classificato ben sei sistemi di analisi economica. In essi il tempo, i fattori non economici e il caso si combinano in modo vario, assumendo diverso rilievo⁵.

Il tempo è solo logicamente presente, il tempo cronologico e storico totalmente assente, nelle analisi di statica comparata, frequenti in economia. La domanda è del tipo: cosa accade a una variabile al mutare di un'altra variabile, *ceteris paribus* quanto al resto? Il prezzo – detto “d’equilibrio” – nel mercato del grano è più alto se vi è siccità nel confronto con il caso di assenza di siccità. Tanto il Pil quanto il tasso d’interesse sono più elevati se vi è spesa pubblica per investimenti nel confronto con l’assenza di questa spesa. In entrambi gli esempi ciò che rileva è l’equilibrio che si instaura, non il processo, i passi successivi, con cui l’economia vi perviene.

I passi successivi, nel caso del tempo ‘meccanico’, possono essere seguiti con equazioni differenziali o alle differenze finite.

Al di là delle questioni di metodo, anche matematicamente complicate⁶, muovo dalla definizione data da uno dei miei economisti preferiti, William J. Baumol: “La dinamica è lo studio dei fenomeni economici nel rapporto tra eventi che precedono ed eventi che seguono”⁷.

Interpreto latamente la definizione nel senso che in economia e in finanza contano sia il passato, sia il presente, sia il futuro. Contano in modi specifici, che provo a illustrare, rispettivamente, con degli esempi.

⁴ “By ‘logical time’ I mean logical set of relations which links the variables in a *unique direction* implying a causal relationship between them – the variables need not be dated (...). The core of ‘historical time’ is that past, present and future are qualitatively different, linked by expectations and plans (...) The primary feature of ‘mechanical time’ sequences is that they implicitly assume the *mechanical extension through time of a set of unchanging relations* (...) *The variables need to be dated* in order to follow the sequence of their values” (V. TERMINI, *op. cit.*, pp. 61, 73, 65, rispettivamente per ciascuna delle tre nozioni di tempo).

⁵ P.A. SAMUELSON, *The Foundations of Economic Analysis*, Harvard University Press, Cambridge, Mass., 1947, pp. 311-317.

⁶ Per alcune delle quali rinvio a G. GANDOLFO, *Mathematical Methods and Models in Economic Dynamics*, North-Holland, Amsterdam, 1971.

⁷ “Economic dynamics is the study of economic phenomena in relation to preceding and succeeding events” (W.J. BAUMOL, *Economic Dynamics. An Introduction*, Macmillan, London, 1951, p. 4).

2. Il passato

Il passato fissa le condizioni iniziali di quanto accadrà oggi e in futuro.

Un'economia arretrata, con eccesso di manodopera, a bassa produttività, in agricoltura può spostare forza-lavoro alla più produttiva industria. Se lo fa, accresce per un certo periodo la produzione totale più di quanto non possa un'economia avanzata, dove l'industrializzazione è già da tempo avvenuta. Che il Pil della Cina fra il 1995 e il 2010 sia progredito del 10% l'anno e quello delle economie avanzate del 3% l'anno, da questo punto di vista non sorprende. Gli addetti all'agricoltura in Cina sono scesi dal 70 al 30% della forza lavoro, dall'avvio delle riforme di Deng a oggi. Non dovrebbe del pari sorprendere che la crescita cinese abbia rallentato nel 2011-2015 e rallenti nella previsione di medio termine del FMI (7%).

Qualcosa di analogo può dirsi per la finanza. Almeno fino a una misteriosa soglia limite, la finanza tende a crescere più rapidamente del Pil e della ricchezza fisica⁸. Lo scarto fra i due ritmi di crescita è maggiore se il paese ha ereditato dalla storia una sovrastruttura finanziaria primitiva. Secondo le mie stime, il rapporto FIR – *Financial Interrelations Ratio* – tra il volume lordo degli strumenti finanziari e la ricchezza fisica del Paese nel 1881 era 0,38 in Italia e 0,65 nella media delle cinque economie più sviluppate; cento anni dopo l'Italia aveva accorciato in percentuale le distanze, con un FIR salito a 0,81 rispetto all'1,21 dei *firstcomer*⁹.

Lo sviluppo del Pil e del FIR chiama in causa il concetto statistico di *trend* e la magia matematica dell'interesse composto, entrambi legati alla dimensione temporale. Una grandezza che tendenzialmente aumenta raddoppia in un numero di anni approssimabile dividendo 70 per il tasso di crescita. Crescendo del 10% l'anno, il Pil della Cina raddoppiava ogni sette anni! Nel 1950 il Pil della Cina non superava il 3% del Pil mondiale. Oggi (2014), con una quota del 16,3%, la Cina è la prima nazione al mondo in termini di produzione: ha raggiunto e stacca gli Stati Uniti, che crescono al ritmo del 3% l'anno.

In un suo scritto smagliante, pubblicato nel pieno della recessione mondiale del 1929, Keynes si dichiarava ottimista sul futuro. Antevideva, entro un secolo, la fine della scarsità, la soluzione del problema eco-

⁸ Oggi i rapporti FIR sono più alti, e il punto limite è difficile da tracciare, ammesso che esista. Cfr. R.W. GOLDSMITH, *Financial Structure and Development*, Yale University Press, New Haven, 1969.

⁹ P. CIOCCA, *Interesse e Profitto. Saggi sul sistema creditizio*, Il Mulino, Bologna, 1982, Tab. 3, pp. 146-147.

nomico che da sempre angustia l'umanità. Per la "potenza dell'interesse composto" un tasso di crescita del Pil mondiale pro capite del 2,1% l'anno farebbe sì che nel 2030 – Keynes scriveva – "staremo tutti noi, in media, otto volte meglio di oggi, economicamente"¹⁰. In effetti, non siamo lontani: la crescita del Pil mondiale pro capite è stata dell'1,9% l'anno dal 1930 al 2015. Se proseguisse accelerando un po' le "otto volte" di Keynes sarebbero raggiungibili, o quasi, entro il 2030.

Infine, il passato offre l'informazione accumulata nel tempo come base su cui fondare la decisione per il presente e le aspettative – estrapolative (il moto passato permarrà), regressive (il moto passato si invertirà), più o meno "razionali"¹¹ – per il futuro.

3. Il presente

"L'oggi – diceva la Robinson – è la frontiera del tempo. Si sposta di continuo in avanti con un passato che si prolunga alle sue spalle"¹².

Il punto chiave è che le decisioni economiche e finanziarie spesso vanno appunto prese oggi, nel tempo cronologico. Le scelte, compresa quella di non decidere, non possono rinviarsi a quando se ne saprà di più. Una volta effettuate, possono rivelarsi irreversibili. Attraverso il presente, il passato vincola il futuro.

Data la tecnologia, i beni capitali prima di essere installati possono variamente combinarsi col lavoro e con altri *inputs*: sono "malleabili". Ma una volta installati non lo sono più: si "induriscono". Al di fuori del caso estremo di una tecnologia a coefficienti fissi, capitale e lavoro sono fra loro sostituibili se varia il rapporto fra costo del capitale e costo del lavoro. Ma lo sono *ex ante*, non *ex post*. Ciò ha importanti implicazioni per la flessibilità dell'economia.

¹⁰ "The power of compound interest over two hundred years is such as to stagger the imagination (...). Let us suppose that a hundred years hence we are all of us, on the average, eight times better off in the economic sense than we are to-day" (J.M. KEYNES, *Economic Possibilities for Our Grandchildren* (1930), in *Essays in Persuasion*, Rupert Hart-Davis, London, 1952, pp. 361 e 365).

¹¹ Secondo il filone d'analisi Muth-Lucas-Sargent le decisioni economiche si fondano su tutte le informazioni di cui si può disporre, cosicché, al limite, la distribuzione soggettiva di probabilità coincide con la distribuzione oggettiva di probabilità che un evento si verifichi, approssimata dal "vero" modello teorico della realtà.

¹² "Today is the front edge of time. It moves continuously forward with an ever lengthening past behind it" (J. ROBINSON, *Time in Economic Theory*, cit., p. 219).