CONSOB

Comunicazione n. DME/10039224 del 30-4-2010

Oggetto**: Disciplina in materia di abusi di mercato. Manipolazione del mercato: immissione e cancellazione di ordini**

Con la comunicazione n. DME/5078692 del 29/11/2005 la Consob ha riprodotto gli esempi di manipolazione del mercato e di operazioni sospette indicati dal *Committee of European Securities Regulators* (CESR) nel documento "*Market Abuse Directive. Level 3 - First set of Cesr guidance and information on the common operation of the Directive*".

Tra gli esempi di manipolazione del mercato descritti nella suddetta comunicazione è compreso il comportamento denominato "*Placing orders with no intention of executing them*" (Inserimenti di ordini nel mercato senza l'intenzione di eseguirli), indicativamente riconducibile alla fattispecie di cui all'articolo 187-*ter*, comma 3, lettera a), del Decreto Legislativo n. 58/1998, c.d. "*False / Misleading Transactions*" (Operazioni false o fuorvianti)[1]. Secondo quanto indicato nella comunicazione, tale comportamento è attuabile, ad esempio, mediante l'inserimento di ordini a prezzi più alti, se in acquisto, o più bassi, se in vendita, di quelli delle proposte presenti su un lato (quello degli acquisti, nel primo caso, quello delle vendite, nel secondo caso) del *book* di negoziazione; l'intenzione sottostante agli ordini non è quella di eseguirli ma di fornire indicazioni fuorvianti dell'esistenza di una domanda od offerta sullo strumento finanziario a tali prezzi[2].

In tempi recenti, anche in ragione del crescente utilizzo di supporti informatici per la produzione, trasmissione ed esecuzione di ordini, il ricorso sui mercati a schemi operativi che prevedono, anche in rapidissima sequenza, l'immissione e la cancellazione di ordini è fortemente aumentato.

Benché l'immissione e la successiva cancellazione di ordini non costituisca di per sé manipolazione del mercato, tale modalità operativa rappresenta comunque uno degli elementi o circostanze da prendere in considerazione al fine di valutare se un comportamento sia qualificabile come manipolativo, come previsto dall'articolo 43, comma 1, lettera f), del Regolamento Mercati[3].

---

[1] È riportato il testo dell'articolo 187-*ter*, comma 3, lettera a), del Decreto Legislativo n. 58/1998: "[…] *è punito* […] *chiunque pone in essere: a) operazioni od ordini di compravendita che forniscano o siano idonei a fornire indicazioni false o fuorvianti in merito all'offerta, alla domanda o al prezzo di strumenti finanziari* […]".

[2] È riportato quanto indicato nella comunicazione n. DME/5078692 del 29/11/2005: "Placing orders with no intention of executing them *(Inserimenti di ordini nel mercato senza l'intenzione di eseguirli). Questo comportamento implica l'inserimento di ordini, specie nei mercati telematici, a prezzi più alti (bassi) di quelli delle proposte presenti dal lato degli acquisti (vendite). L'intenzione sottostante agli ordini non è quella di eseguirli ma di fornire indicazioni fuorvianti dell'esistenza di una domanda (offerta) sullo strumento finanziario a tali prezzi più elevati (bassi). (Una variante di questo comportamento consiste nell'inserimento di un ordine per quantitativi minimi in modo da muovere il prezzo delle migliori proposte in acquisto o in vendita sullo strumento finanziario con l'intenzione di non eseguirlo, ma rimanendo eventualmente disponibili all'esecuzione qualora non si riesca a ritirarlo in tempo.)*".

[3] È riportato il testo dell'articolo 43, comma 1, lettera f), del Regolamento Mercati: "*Al fine di valutare se un comportamento sia idoneo a costituire manipolazione del mercato ai sensi dell'articolo 187-*ter*, comma 3, lettere a) e b) del Testo Unico, sono da prendere in considerazione i seguenti elementi e circostanze:* […] *f) la misura in cui gli ordini di compravendita impartiti modificano la rappresentazione dei migliori prezzi delle proposte di acquisto o di vendita di uno strumento finanziario ammesso alla negoziazione in un mercato regolamentato o, più in generale, la misura in cui essi modificano la rappresentazione del* book *di negoziazione a disposizione dei partecipanti al mercato, e sono revocati prima della loro esecuzione".*

La presente comunicazione si pone l'obiettivo di fornire ulteriori indicazioni funzionali ad individuare comportamenti manipolativi attuati mediante l'immissione e la successiva cancellazione di ordini. A tal fine, sono di seguito rappresentati due schemi operativi che riproducono in astratto alcune condotte riconducibili alla manipolazione del mercato nella forma del "*Placing orders with no intention of executing them*", rilevate dalla Consob nell'ambito delle attività di monitoraggio dei mercati.

Nell'ambito delle suddette condotte, poste in essere durante le fasi di asta (o, più esattamente, di pre-asta), l'inserimento di ordini senza intenzione di eseguirli è volto:

- quanto al primo schema, a correggere decettivamente una situazione di squilibrio tra domanda e offerta sullo strumento finanziario, in modo da:

  - far venir meno l'interesse di potenziali partecipanti al mercato ad inserire ordini idonei a produrre effettivamente il riequilibrio tra domanda e offerta;

  - creare le condizioni per ripristinare (anche parzialmente) la situazione iniziale di squilibrio con la pianificata cancellazione degli ordini nei momenti finali della fase di pre-asta;

  traendone tipicamente vantaggio mediante l'esecuzione di altri ordini dello stesso segno al prezzo più favorevole così formatosi[4];

- quanto al secondo schema, a fornire indicazioni fuorvianti dell'esistenza di un consistente aumento di domanda od offerta su uno strumento finanziario a prezzi più alti, se in acquisto, ovvero a prezzi più bassi, se in vendita, di quelli delle migliori proposte di negoziazione e a provocare un aumento o una diminuzione del prezzo teorico, in modo da indurre altri operatori (*followers*) ad inserire ordini a prezzi migliori idonei ad amplificare la variazione di prezzo, traendone tipicamente vantaggio mediante l'esecuzione al prezzo così formatosi di altri ordini di segno opposto, dopo aver cancellato i primi ordini nei momenti finali della fase di pre-asta.

Al riguardo, si evidenzia pertanto che, come è rilevabile nel primo schema, la nozione di "*Placing orders with no intention of executing them*" non richiede che il manipolatore operi necessariamente su entrambi i lati del *book* di negoziazione: al fine di attuare uno schema operativo inquadrabile in tale nozione è essenziale che il manipolatore inserisca nel mercato ordini senza intenzione di eseguirli, risultando per converso irrilevante che ne inserisca altri sullo stesso o sull'altro lato del *book* di negoziazione anche allo scopo di eseguirli.

---

[4] Le conseguenze derivanti dall'immissione, cancellazione o modificazione di ordini poco prima del termine delle fasi di asta sono sempre state oggetto di attenzione da parte della Consob. Nella prospettiva di ridurre le possibilità di accadimento di tali fenomeni, Borsa Italiana S.p.A. ha previsto specifiche regole di condotta applicabili nelle giornate di scadenza dei contratti derivati; in particolare, l'articolo 3.3.1. del Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.A. attualmente in vigore prevede, al comma 5, che in tali giornate "[…] *gli operatori sono tenuti a immettere nel mercato MTA, entro il termine stabilito nelle Istruzioni* [alla data della presente: dieci minuti prima del termine della fase di pre-asta di apertura, nel caso di ordini su strumenti finanziari componenti l'indice FTSE MIB ovvero su strumenti finanziari sottostanti ai contratti di opzione o *future* su azioni, n.d.r.]*, le proposte di negoziazione aventi a oggetto strumenti finanziari sottostanti ai contratti derivati, relative alla chiusura, anche parziale, di operazioni di arbitraggio, al* trading *di volatilità o alla effettuazione di operazioni di copertura*" e, al comma 6, che "[g]*li operatori possono immettere o modificare le proposte di cui al comma 5 anche oltre i termini stabiliti nelle Istruzioni a condizione che dette proposte, per le loro caratteristiche di prezzo, quantità e modalità di esecuzione, siano tali da non aumentare il valore assoluto della differenza tra il prezzo teorico di apertura e l'ultimo prezzo di controllo dei singoli strumenti finanziari cui si riferiscono*".

Infatti, come indicato nell'esempio descritto nella comunicazione n. DME/5078692 del 29/11/2005, gli elementi distintivi delle condotte riconducibili al "*Placing orders with no intention of executing them*" sono due:

- l'inserimento di ordini senza una reale intenzione di eseguirli;
- l'idoneità degli ordini a fornire al mercato indicazioni false o fuorvianti circa la domanda o l'offerta sullo strumento finanziario e, di conseguenza, il prezzo.

Per un verso, quindi, la comunicazione n. DME/5078692 del 29/11/2005 mette in luce l'importanza delle reali intenzioni del manipolatore; ciò non in quanto tale elemento costituisca un requisito necessario a configurare l'illecito di manipolazione del mercato, rilevando a tal fine le sole condizioni previste dalla legge, bensì perché rappresenta un utile punto di riferimento per il singolo operatore, che conosce meglio di chiunque altro quali sono le sue reali intenzioni. Per altro verso, ma per le stesse finalità, la suddetta comunicazione segnala il rilievo dell'impatto dell'inserimento degli ordini sul regolare processo di formazione del prezzo, nel senso che esso dovrà avere influito direttamente o indirettamente sullo svolgimento di tale processo.

Ciò premesso, si evidenzia che i comportamenti delineati negli schemi operativi di seguito rappresentati:

- sono riconducibili alle fattispecie previste dall'articolo 187-*ter*, comma 3, lettera a), del Decreto Legislativo n. 58/1998, non escludendosi, d'altro canto, la riferibilità ad altre fattispecie ivi previste;
- potrebbero essere inquadrabili nell'esempio "*Placing orders with no intention of executing them*" descritto nella comunicazione n. DME/5078692 del 29/11/2005, di cui in ogni caso non limitano l'ambito di applicazione;
- non implicano la presenza dell'intento manipolativo o del dolo specifico in capo all'agente al fine di essere inquadrabili nelle fattispecie di manipolazione del mercato di cui all'articolo 187-*ter*, comma 3, del Decreto Legislativo n. 58/1998;
- possono, per altro verso, risultare leciti in presenza di motivi legittimi;
- sono descritti in linguaggio non tecnico-giuridico;
- sono descritti con riferimento alle regole vigenti sui principali mercati regolamentati italiani[5].

[5] Al fine della descrizione degli schemi operativi sono state considerate le regole stabilite da Borsa Italiana S.p.A. per la modalità di negoziazione d'asta, in quanto sui mercati gestiti da MTS S.p.A. le negoziazioni si svolgono esclusivamente nella modalità continua. Di conseguenza, negli schemi operativi descritti l'asta risulta suddivisa nelle seguenti fasi: pre-asta, durante la quale viene determinato il prezzo teorico d'asta; validazione, nella quale è verificato se il prezzo teorico d'asta possa essere assunto come prezzo d'asta; apertura o chiusura, nel cui ambito avviene la conclusione dei contratti al prezzo d'asta. Il prezzo teorico d'asta è determinato come il prezzo (in ordine di priorità): a) che massimizza la quantità scambiabile; b) che minimizza la quantità non scambiabile "*relativamente alle proposte in acquisto o in vendita, aventi prezzi uguali o migliori rispetto al prezzo considerato*" (*imbalance*); c) più alto, nel caso di maggiore pressione sul lato degli acquisti, o più basso, nel caso di maggiore pressione sul lato delle vendite; d) maggiormente prossimo a quello dell'ultimo contratto valido; e) più basso.

A. Immissione e cancellazione di ordini su un lato del *book* di negoziazione con l'intenzione di eseguirne altri dello stesso segno (fase di pre-asta)

Lo schema operativo può essere così sintetizzato:

1) durante una fase di pre-asta, si manifesta una situazione di squilibrio tra domanda e offerta su uno strumento finanziario, che si estrinseca nella formazione di un prezzo teorico d'asta distante dal livello "congruo" (ossia prossimo al c.d. prezzo statico[6] o a un valore coerente con i prezzi di titoli correlati o ancora, nel caso di strumenti finanziari derivati, con quelli dei titoli sottostanti) ovvero nella mancata formazione del prezzo teorico stesso;

2) il manipolatore immette nel *book* di negoziazione ordini, senza una reale intenzione di eseguirli, suscettibili di determinare la formazione di un prezzo teorico d'asta "congruo" e di fornire agli altri operatori indicazioni dell'apparente raggiungimento di un sostanziale equilibrio tra domanda e offerta sullo strumento finanziario a tale prezzo; in tal modo vengono meno gli incentivi per i potenziali partecipanti al mercato ad inserire proposte di negoziazione funzionali a ristabilire un effettivo equilibrio sul mercato;

3) il manipolatore immette nel *book* di negoziazione ordini dello stesso segno di quelli *sub* 2), a prezzi più bassi, se in acquisto, o più alti, se in vendita, rispetto al valore "congruo"; questi ultimi ordini non sono tali da provocare variazioni del prezzo teorico d'asta[7];

4) pochi secondi prima del termine della pre-asta il manipolatore cancella gli ordini *sub* 2) (o riduce la quantità associata a tali ordini), determinando un calo della quantità domandata od offerta tale da riprodurre, anche solo parzialmente, la precedente situazione di squilibrio tra domanda e offerta sullo strumento finanziario *sub* 1) e da provocare rispettivamente la diminuzione o l'aumento del prezzo teorico d'asta rispetto al valore "congruo";

5) la tempistica e l'entità della diminuzione della quantità domandata od offerta non consentono agli altri operatori di valutare compiutamente la situazione di squilibrio sul mercato originatasi e di modificare conseguentemente le loro preferenze inserendo, modificando o cancellando ordini, così da ristabilire l'equilibrio tra domanda e offerta sullo strumento finanziario al prezzo "congruo";

6) la fase di pre-asta termina e si forma un prezzo (definitivo) d'asta distante dal valore "congruo", al quale sono eseguiti anche gli ordini *sub* 3);

---

[6] Nel Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.A. il prezzo statico è dato dal: "*a) prezzo di riferimento del giorno precedente* [pari al prezzo di chiusura del giorno precedente, n.d.r.]*, in asta di apertura; b) prezzo di conclusione dei contratti della fase di asta, dopo ogni fase di asta*". Tale valore rappresenta il termine di riferimento per il calcolo del limite massimo di variazione del prezzo degli ordini e del limite massimo di variazione del prezzo dei contratti (in fase di asta, del prezzo d'asta).

[7] Una variante dello schema prevede che gli ordini a prezzi più bassi, se in acquisto, o più alti, se in vendita, rispetto al valore "congruo" siano inseriti prima degli ordini *sub* 2), anziché successivamente. In tal caso, la inidoneità di tali ordini a provocare variazioni del prezzo teorico d'asta deve essere valutata nella situazione di mercato conseguente all'inserimento degli ordini *sub* 2).

7) il manipolatore può trarre vantaggio da siffatta formazione del prezzo d'asta e dall'esecuzione a tale prezzo di ordini da lui inseriti in diversi modi: a) chiudendo la posizione aperta con le operazioni *sub* 3) sullo strumento finanziario, quando il prezzo tornerà a valori "congrui"; b) chiudendo con le operazioni *sub* 3) una posizione sullo strumento finanziario precedentemente aperta a prezzi "congrui"[8].

* * *

Si consideri la condotta dell'operatore A nel seguente esempio.

Fase 1

La tabella A.1 riporta la situazione degli ordini presenti sul *book* di negoziazione del titolo X nei primi istanti dell'asta di apertura del giorno K[9]. Il prezzo statico in asta di apertura è 20,5 euro[10].

Sono presenti sul *book* di negoziazione ordini in acquisto per 200 titoli al prezzo di 20,5 euro e ordini in vendita per 1.000 titoli al prezzo di 18,5 euro.

Tabella A.1.

Quantità in acquisto	Quantità (pressione) cumulata in acquisto	Quantità scambiabile	Prezzo (euro)	*Imbalance*	Quantità (pressione) cumulata in vendita	Quantità in vendita
200	200	200	20,5	-800	1.000	-
-	**200**	**200**	**18,5**	**-800**	**1.000**	**1.000**

Il prezzo teorico d'asta è pari a 18,5 euro (-9,76% rispetto al prezzo statico); la quantità scambiabile è di 200 titoli; la quantità non scambiabile (*imbalance*) è di -800 titoli (v. tabella, riga in grassetto).

Fase 2

Negli istanti successivi l'operatore A inserisce un ordine in acquisto per 900 titoli al prezzo di 21 euro (v. tabella A.2).

[8] Il manipolatore può trarre vantaggio dallo schema operativo anche senza inserire gli ordini *sub* 3), ad esempio, per effetto della valorizzazione di altri strumenti finanziari sui quali ha un interesse, nell'ipotesi che il prezzo d'asta dello strumento finanziario oggetto di operatività costituisca un prezzo di riferimento (opzioni, *future*, obbligazioni "strutturate", ecc.).

[9] La tabella A.1, così come le successive, evidenzia, per ogni livello di prezzo: la quantità complessiva associata agli ordini in acquisto e in vendita aventi quel limite di prezzo (quantità in acquisto o in vendita), la somma delle quantità associate agli ordini in acquisto eseguibili a prezzi uguali o maggiori e la somma delle quantità associate agli ordini in vendita eseguibili a prezzi uguali o minori (quantità cumulata in acquisto o in vendita), la quantità scambiabile (che è pari alla minore tra la quantità cumulata in acquisto e la quantità cumulata in vendita) e quella non scambiabile (*imbalance*), indicata con segno positivo, se associata a ordini in acquisto aventi prezzi uguali o superiori, e con segno negativo, se associata a ordini in vendita aventi prezzi uguali o inferiori. Negli esempi non sono stati presi in considerazione ordini senza limite di prezzo; di conseguenza, nelle tabelle non sono indicate le quantità associate ad ordini di tale specie.

[10] Ai fini degli esempi *sub* A) e B), è assunta l'ipotesi che il limite massimo di variazione dei prezzi degli ordini rispetto al prezzo statico sia +/-50% e che il limite massimo di variazione del prezzo d'asta rispetto al prezzo statico sia +/-10%.

Tabella A.2.

Quantità in acquisto	Quantità (pressione) cumulata in acquisto	Quantità scambiabile	Prezzo (euro)	*Imbalance*	Quantità (pressione) cumulata in vendita	Quantità in vendita
900 (A)	900	900	21	-100	1.000	-
200	**1.100**	**1.000**	**20,5**	**+100**	**1.000**	**-**
-	1.100	1.000	18,5	+100	1.000	1.000

Il prezzo teorico d'asta aumenta a 20,5 euro (uguale al prezzo statico); la quantità scambiabile aumenta a 1.000 titoli; la quantità non scambiabile si riduce (in valore assoluto) a +100 titoli (v. tabella, riga in grassetto).

Fase 3

L'operatore A inserisce un ordine in acquisto per 400 titoli al prezzo di 18,8 euro. Altri operatori inseriscono ordini in acquisto e in vendita (v. tabella A.3).

Tabella A.3.

Quantità in acquisto	Quantità (pressione) cumulata in acquisto	Quantità scambiabile	Prezzo (euro)	*Imbalance*	Quantità (pressione) cumulata in vendita	Quantità in vendita
900 (A)	900	900	21	-300	1.200	-
-	900	900	20,7	-300	1.200	200
200	**1.100**	**1.000**	**20,5**	**+100**	**1.000**	**-**
200	1.300	1.000	20,2	+300	1.000	-
400 (A)	1.700	1.000	18,8	+700	1.000	-
-	1.700	1.000	18,5	+700	1.000	1.000

Il prezzo teorico d'asta, la quantità scambiabile e la quantità non scambiabile non registrano variazioni (v. tabella, riga in grassetto).

Fase 4

Pochi secondi prima del termine della pre-asta di apertura l'operatore A cancella l'ordine in acquisto per 900 titoli al prezzo di 21 euro (v. tabella A.4).

Tabella A.4.

Quantità in acquisto	Quantità (pressione) cumulata in acquisto	Quantità scambiabile	Prezzo (euro)	*Imbalance*	Quantità (pressione) cumulata in vendita	Quantità in vendita
-	-	-	20,7	-1.200	1.200	200
200	200	200	20,5	-800	1.000	-
200	400	400	20,2	-600	1.000	-
400 (A)	800	800	18,8	-200	1.000	-
-	**800**	**800**	**18,5**	**-200**	**1.000**	**1.000**

Il prezzo teorico d'asta diminuisce a 18,5 euro (-9,76% rispetto al prezzo statico); la quantità scambiabile si riduce a 800 titoli; la quantità non scambiabile aumenta (in valore assoluto) a -200 titoli (v. tabella, riga in grassetto).

Fase 5

Nei pochi secondi che residuano prima del termine della pre-asta di apertura altri operatori inseriscono ordini in acquisto che, tuttavia, non sono idonei a provocare un riallineamento del prezzo teorico d'asta al livello precedente alla cancellazione dell'ordine da parte dell'operatore A (v. tabella A.5).

Tabella A.5.

Quantità in acquisto	Quantità (pressione) cumulata in acquisto	Quantità scambiabile	Prezzo (euro)	*Imbalance*	Quantità (pressione) cumulata in vendita	Quantità in vendita
-	-	-	20,7	-1.200	1.200	200
200	200	200	20,5	-800	1.000	-
200	400	400	20,2	-600	1.000	-
80	480	480	19,5	-520	1.000	
400 (A)	880	880	18,8	-120	1.000	-
-	**880**	**880**	**18,5**	**-120**	**1.000**	**1.000**

Il prezzo teorico d'asta è invariato a 18,5 euro; la quantità scambiabile aumenta a 880 titoli; la quantità non scambiabile diminuisce (in valore assoluto) a -120 titoli (v. tabella, riga in grassetto).

Fase 6

Termina la fase di pre-asta. Il prezzo (definitivo) d'asta è 18,5 euro.

L'operatore A acquista 400 titoli X al prezzo di 18,5 euro.

Fase 7

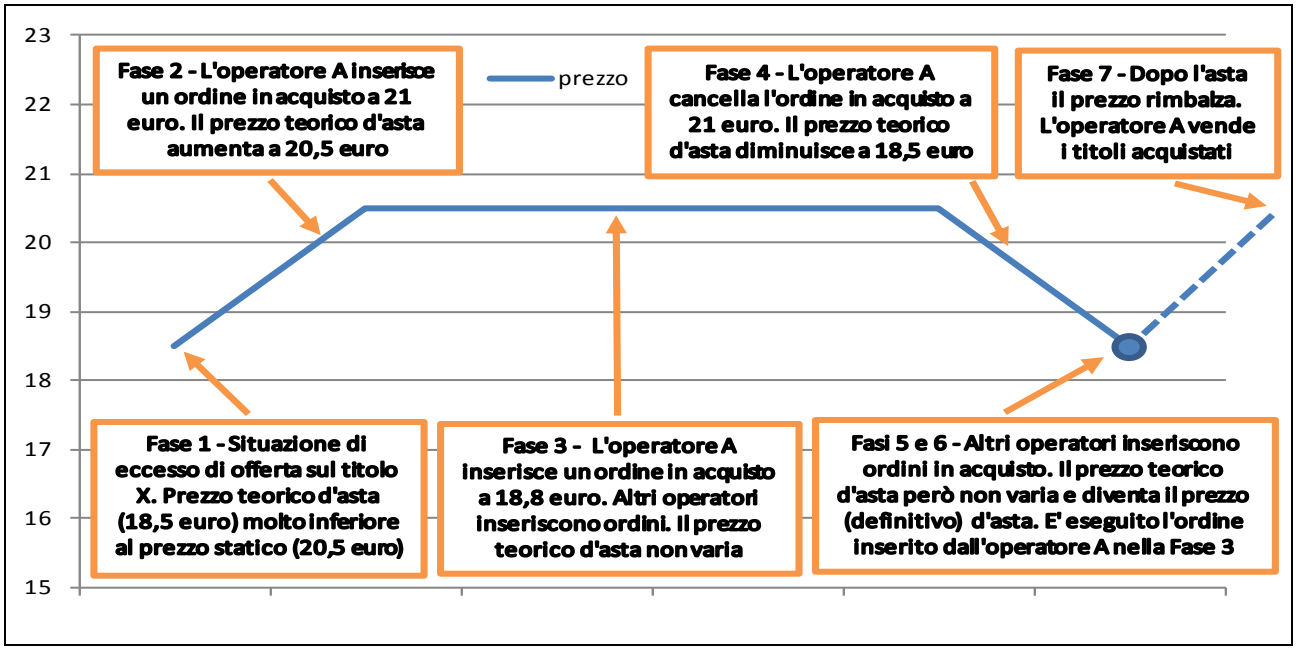
Durante la negoziazione continua il prezzo del titolo X rimbalza a 20,5 euro, riallineandosi al prezzo statico dell'asta di apertura.

L'operatore A potrà beneficiare della manipolazione del mercato del titolo X vendendo a 20,5 euro i titoli acquistati al prezzo d'asta (18,5 euro) e chiudendo la posizione con un profitto di 800 euro.

* * *

Il grafico A.1 mostra l'andamento del prezzo teorico d'asta del titolo X.

Grafico A.1



B. Immissione e cancellazione di ordini su un lato del *book* di negoziazione con l'intenzione di eseguirne altri di segno opposto (fase di pre-asta)

Lo schema operativo può essere così sintetizzato:

1) durante una fase di pre-asta, sussiste una situazione di sostanziale equilibrio tra domanda e offerta su uno strumento finanziario, che si estrinseca in un prezzo teorico d'asta "congruo" (ossia prossimo al c.d. prezzo statico o a un valore coerente con i prezzi di titoli correlati o, nel caso di strumenti finanziari derivati, con quelli dei titoli sottostanti);

2) il manipolatore immette nel *book* di negoziazione ordini, senza una reale intenzione di eseguirli, a prezzi più alti, se in acquisto, ovvero a prezzi più bassi, se in vendita, di quelli delle migliori proposte di negoziazione dello stesso segno[11], per una quantità complessiva importante rispetto alla situazione degli ordini sul mercato, suscettibili di provocare l'aumento (se in acquisto) o la diminuzione (se in vendita) del prezzo teorico d'asta rispetto al valore "congruo";

3) altri operatori (*followers*), indotti dall'apparente aumento della domanda od offerta sullo strumento finanziario, immettono nel *book* di negoziazione ordini a prezzi più alti, se in acquisto, ovvero a prezzi più bassi, se in vendita, di quelli *sub* 2), che aumentano lo spessore del mercato, provocando altresì, in taluni casi, un ulteriore aumento o diminuzione del prezzo teorico d'asta;

[11] Una variante dello schema prevede l'inserimento degli ordini *sub* 2) a prezzi di poco inferiori, se in acquisto, ovvero a prezzi di poco superiori, se in vendita, di quelli delle migliori proposte di negoziazione dello stesso segno.

4) pochi secondi prima del termine della pre-asta il manipolatore cancella gli ordini *sub* 2), ciò che, stante la situazione determinatasi a seguito dell'immissione degli ordini degli altri operatori, non determina significative variazioni del prezzo teorico d'asta[12];

5) il manipolatore immette nel *book* di negoziazione ordini di segno opposto a quelli *sub* 2), non suscettibili di provocare variazioni del prezzo teorico d'asta[13];

6) la fase di pre-asta termina e si forma un prezzo (definitivo) d'asta distante dal valore "congruo", al quale sono eseguiti anche gli ordini *sub* 5);

7) il manipolatore può trarre vantaggio da siffatta formazione del prezzo d'asta e dall'esecuzione a tale prezzo di ordini da lui inseriti chiudendo con profitto una posizione sullo strumento finanziario precedentemente aperta a prezzi "congrui"[14].

* * *

Si consideri la condotta dell'operatore B nel seguente esempio.

L'operatore B possiede 400 titoli Y acquistati al prezzo di 19,5 euro.

Fase 1

La tabella B.1 riporta la situazione degli ordini presenti sul *book* di negoziazione del titolo Y durante l'asta di apertura del giorno J. Il prezzo statico in asta di apertura è 19,5 euro[15].

Sono presenti sul *book* di negoziazione ordini in acquisto per 950 titoli al prezzo di 20 euro e ordini in vendita per 1.000 titoli al prezzo di 19,5 euro.

Tabella B.1.

Quantità in acquisto	Quantità (pressione) cumulata in acquisto	Quantità scambiabile	Prezzo (euro)	*Imbalance*	Quantità (pressione) cumulata in vendita	Quantità in vendita
950	950	950	20	-50	1.000	-
-	**950**	**950**	**19,5**	**-50**	**1.000**	**1.000**

Il prezzo teorico d'asta è pari a 19,5 euro (uguale al prezzo statico); la quantità scambiabile è di 950 titoli; la quantità non scambiabile (*imbalance*) è di -50 titoli (v. tabella, riga in grassetto).

[12] Nel caso di titoli non liquidi, lo schema operativo non prevede necessariamente che il manipolatore cancelli gli ordini *sub* 2) nei secondi immediatamente precedenti il termine della pre-asta.

[13] Una variante dello schema prevede che gli ordini *sub* 5), di segno opposto a quelli *sub* 2), siano inseriti prima della cancellazione di questi ultimi, anziché successivamente.

[14] Il manipolatore può trarre vantaggio dallo schema operativo anche senza inserire gli ordini *sub* 5), ad esempio, per effetto della valorizzazione di altri strumenti finanziari sui quali ha un interesse, nell'ipotesi che il prezzo d'asta dello strumento finanziario oggetto di operatività costituisca un prezzo di riferimento (opzioni, *future*, obbligazioni "strutturate", ecc.).

[15] V. nota 10.

Fase 2

L'operatore B inserisce un ordine in acquisto per 2.000 titoli al prezzo di 20,5 euro (v. tabella B.2).

Tabella B.2.

Quantità in acquisto	Quantità (pressione) cumulata in acquisto	Quantità scambiabile	Prezzo (euro)	*Imbalance*	Quantità (pressione) cumulata in vendita	Quantità in vendita
2.000 (B)	**2.000**	**1.000**	**20,5**	**+1.000**	**1.000**	**-**
950	2.950	1.000	20	+1.950	1.000	-
-	2.950	1.000	19,5	+1.950	1.000	1.000

Il prezzo teorico d'asta aumenta a 20,5 euro (+5,13% rispetto al prezzo statico); la quantità scambiabile aumenta a 1.000 titoli; la quantità non scambiabile aumenta a +1.000 titoli (v. tabella, riga in grassetto).

Fase 3

Altri operatori inseriscono ordini in acquisto per 1.500 titoli al prezzo di 21 euro (v. tabella B.3).

Tabella B.3.

Quantità in acquisto	Quantità (pressione) cumulata in acquisto	Quantità scambiabile	Prezzo (euro)	*Imbalance*	Quantità (pressione) cumulata in vendita	Quantità in vendita
1.500	**1.500**	**1.000**	**21**	**+500**	**1.000**	**-**
2.000 (B)	3.500	1.000	20,5	+2.500	1.000	-
950	4.450	1.000	20	+3.450	1.000	-
-	4.450	1.000	19,5	+3.450	1.000	1.000

Il prezzo teorico d'asta aumenta a 21 euro (+7,69% rispetto al prezzo statico); la quantità scambiabile non registra variazioni; la quantità non scambiabile si riduce a +500 titoli (v. tabella, riga in grassetto).

Fase 4

Pochi secondi prima del termine della pre-asta di apertura l'operatore B cancella l'ordine in acquisto per 2.000 titoli al prezzo di 20,5 euro (v. tabella B.4).

Tabella B.4.

Quantità in acquisto	Quantità (pressione) cumulata in acquisto	Quantità scambiabile	Prezzo (euro)	*Imbalance*	Quantità (pressione) cumulata in vendita	Quantità in vendita
1.500	**1.500**	**1.000**	**21**	**+500**	**1.000**	**-**
950	2.450	1.000	20	+1.450	1.000	-
-	2.450	1.000	19,5	+1.450	1.000	1.000

Il prezzo teorico d'asta, la quantità scambiabile e la quantità non scambiabile non registrano variazioni (v. tabella, riga in grassetto).

Fase 5

Nei pochi secondi che residuano prima del termine della pre-asta di apertura l'operatore B inserisce un ordine in vendita per 400 titoli al prezzo di 19 euro (v. tabella B.5).

Tabella B.5.

Quantità in acquisto	Quantità (pressione) cumulata in acquisto	Quantità scambiabile	Prezzo (euro)	*Imbalance*	Quantità (pressione) cumulata in vendita	Quantità in vendita
1.500	**1.500**	**1.400**	**21**	**+100**	**1.400**	**-**
950	2.450	1.400	20	+1.050	1.400	-
-	2.450	1.400	19,5	+1.050	1.400	1.000
-	2.450	400	19	+2.050	400	400 (B)

Il prezzo teorico d'asta è invariato a 21 euro; la quantità scambiabile aumenta a 1.400 titoli; la quantità non scambiabile si riduce a +100 titoli (v. tabella, riga in grassetto)

Fase 6

Termina la fase di pre-asta. Il prezzo (definitivo) d'asta è 21 euro.

L'operatore B vende 400 titoli Y al prezzo di 21 euro.

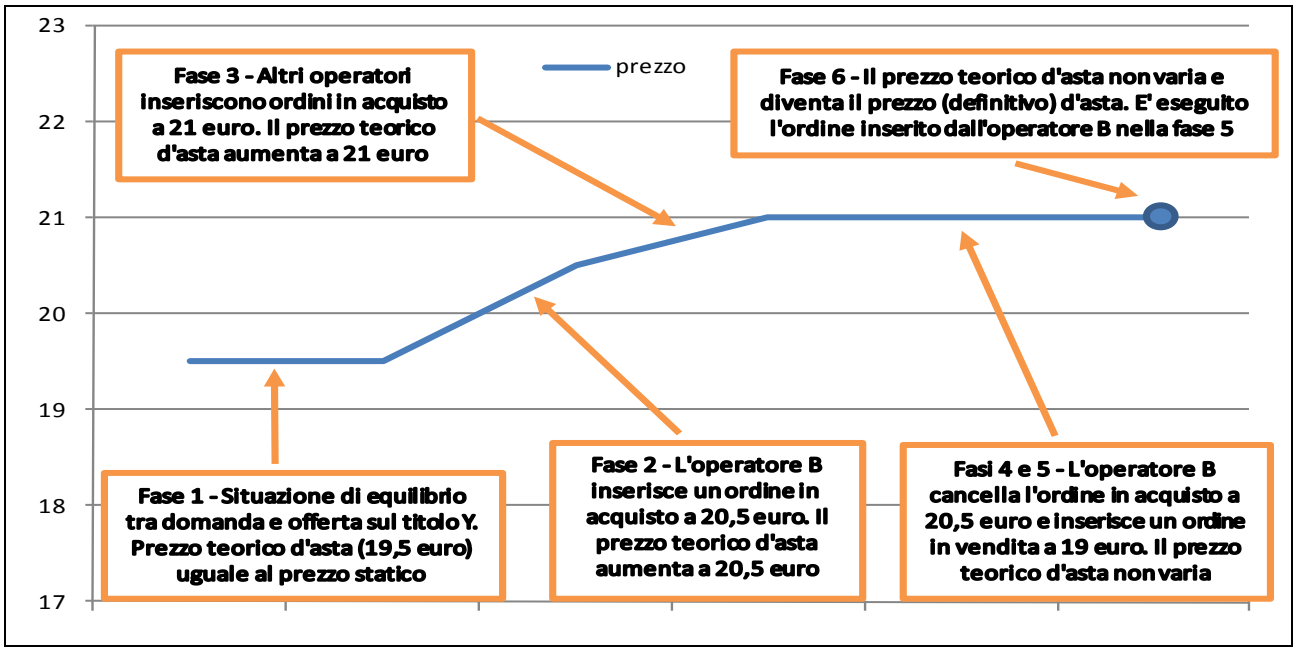
Fase 7

L'operatore B beneficia della manipolazione del mercato del titolo Y chiudendo la posizione sul titolo con un profitto di 600 euro.

* * *

Il grafico B.1 mostra l'andamento del prezzo teorico d'asta del titolo Y.

Grafico B.1



* * *

Lo schema operativo *sub* B) sopra descritto può essere realizzato, con gli opportuni adattamenti, anche durante la negoziazione continua.

Milano/Roma,

IL PRESIDENTE
Lamberto Cardia