



INTRODUZIONE ALLE DARK POOLS

- RANDOMWORKS-

MAGGIO 2021



INDICE

INTRODUZIONE	2
NASCITA DEI DARK POOLS	3
IL FUNZIONAMENTO DEI DARK POOLS	5
LA REGOLAMENTAZIONE DEI DARK POOLS	7
OPACITÀ INFORMATIVA ALL'INTERNO DEI DARK POOLS	9
BIBLIOGRAFIA E SITOGRAFIA	15

Autori:

Lo Castro Silvia

Tito Simone



INTRODUZIONE

I *Dark Pools* sono diventati una parte importante dei mercati finanziari globali e vengono utilizzati come alternativa principale ai mercati borsistici.

Un Dark Pool è una grande piattaforma finanziaria organizzata privatamente per la negoziazione di titoli in cui vengono eseguite transazioni di grandi dimensioni senza influenzare allo stesso tempo i prezzi. In particolare, consentono agli investitori di effettuare operazioni di trading senza rivelare informazioni fino a quando l'operazione non è stata eseguita e segnalata; per questo motivo vengono utilizzate principalmente dai grandi investitori istituzionali.

Il grande vantaggio, rispetto alle normali Borse, si realizza nella minimizzazione dei costi di negoziazione e nella riduzione del cosiddetto *market impact*. Quando un operatore istituzionale opera in una Borsa eseguendo ordini di grandi dimensioni provoca un impatto all'interno della Borsa stessa con la conseguenza di muovere il mercato a suo sfavore: acquistare in enormi quantità potrebbe generare un rialzo del titolo, diversamente, vendere ingenti quantità potrebbe trascinare i prezzi al ribasso. Questa dinamica si verifica principalmente su titoli poco liquidi, quelli ad esempio di società a media o bassa capitalizzazione. Nei Dark Pools ciò accade in misura minore poiché, grazie all'anonimato, non si sa chi sta effettuando la transazione e a che prezzo (Marro, Il Sole 24 Ore, 2016).

Tali piattaforme sono in netto contrasto con le Borse pubbliche dove vi è un alto grado di regolamentazione e un'elevata attenzione da parte dei media, per questo sono ritenuti dei luoghi attraenti per hedge fund e investitori attivisti, cioè investitori che non desiderano che il mercato venga a conoscenza di quale posizione stiano assumendo.

NASCITA DEI DARK POOLS

I Dark Pools sono emersi negli anni '80, quando la *Securities and Exchange Commission* (SEC) ha consentito ai broker di negoziare grandi blocchi di azioni. L'*Electronic Trading* e l'emissione di una sentenza della SEC nel 2007, progettata per aumentare la concorrenza e ridurre i costi di transazione, hanno successivamente stimolato la nascita di un numero sempre maggiore di Dark Pools. Questi *hub* possono inoltre addebitare commissioni inferiori rispetto alle tradizionali Borse, perché sono spesso ospitati all'interno di una grande azienda – non necessariamente di una banca. Ad esempio, *Bloomberg LP* possiede il Dark Pool *Bloomberg Tradebook*, registrato presso la SEC. Per quasi venticinque anni dalla loro introduzione nel mercato l'utilizzo dei Dark Pools non ha prodotto rilevanti problemi poiché l'attività del pool si registrava solamente attorno al 3-5%. Quando nel 2007 la SEC approvò il regolamento NMS (National Market System), che permise agli investitori di aggirare le borse pubbliche per ottenere miglioramenti dei prezzi, i broker-dealer iniziarono a creare i propri pool attraverso l'utilizzo del trading algoritmico e della decimalizzazione e, di conseguenza, si verificò una riduzione del *Best Bid – Ask Spread* dei titoli e una riduzione dei costi di trading.

Con l'avvento dei super-computer in grado di eseguire programmi basati su algoritmi nel corso di pochi millisecondi, l'High Frequency Trading (HFT) è arrivato a dominare il volume degli scambi giornalieri. La tecnologia HFT consente ai trader istituzionali di eseguire i loro ordini di blocchi multimilionari di azioni prima di altri investitori, capitalizzando su frazioni di rialzo o ribasso dei prezzi delle azioni.

Questa forma di pirateria legale può verificarsi decine di volte al giorno, ottenendo enormi vantaggi per i trader HFT che sfruttano minuscoli differenziali di prezzo.

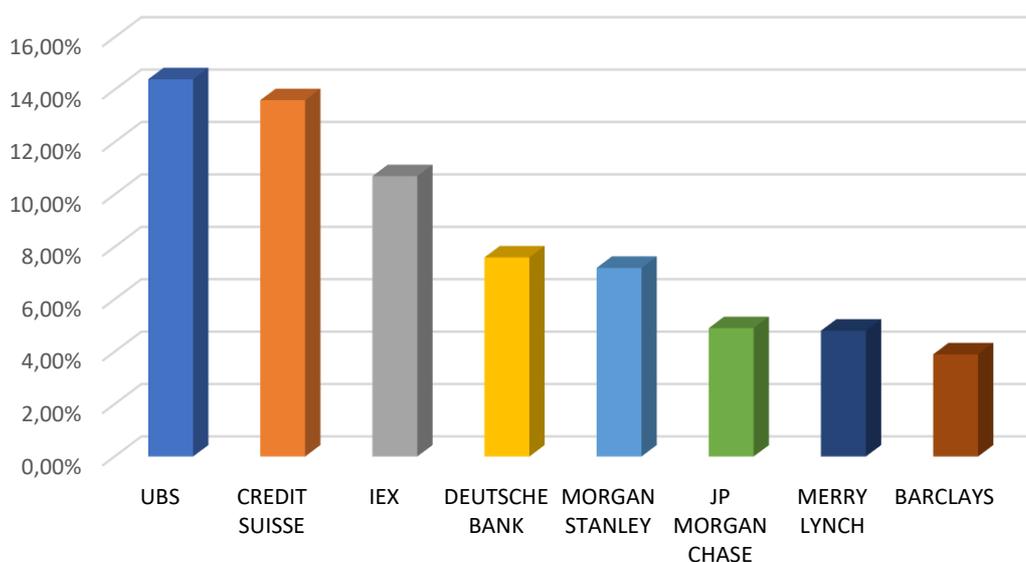
Negli anni l'HFT divenne così pervasivo che risultò sempre più difficile eseguire grandi operazioni attraverso un unico scambio. Poiché gli ordini HFT di grandi dimensioni dovevano essere distribuiti su più Borse, ciò allertava immediatamente i concorrenti commerciali che potevano quindi mettersi davanti all'ordine e strappare sui titoli facendo salire i prezzi delle azioni. Tutto ciò avveniva entro pochi millisecondi dall'esecuzione dell'ordine iniziale.

Oggi vi sono decine di providers di Dark Pools in tutto il mondo. La maggior parte delle grandi banche possiede e gestisce il proprio Dark Pool con l'obiettivo principale di far

corrispondere gli ordini interni, ma anche per competere all'esterno della banca. Inoltre le grandi banche utilizzano a loro volta diverse banche indipendenti per il proprio trading e come sede per far corrispondere gli ordini dei loro clienti (Jay Vaananen, 2015).

Una ricerca di Bloomberg Intelligence del 2016 basata su dati Finra¹ rivela che i maggiori Dark Pools appartengono a UBS (14,4% del totale), Credit Suisse (13,6%), IEX (10,7%, l'unico a non essere un grande istituto di credito), Deutsche Bank (7,6%), Morgan Stanley (7,2%) JP Morgan Chase (4,9%), Merry Lynch (4,8%) e Barclays (3,9%). Il loro peso, cresciuto di anno in anno, è arrivato nel 2015 a rappresentare il 7,22% del valore degli scambi sulle Borse Europee. Ancora più di impatto è il fenomeno negli Stati Uniti dove Bloomberg stima che il 20% del controvalore degli scambi avvenga su questa tipologia di mercato (Marro, Il Sole 24 ore, 2016).

QUOTA DEI PRINCIPALI DARK POOLS SUL TOTALE



Fonte: Gli autori.

¹ *Finra*: la *Financial Industry Regulatory Authority (FINRA)* è una società privata americana che agisce come un'organizzazione di autoregolamentazione. È il più grande regolatore indipendente per tutte le società di titoli che negoziano nei mercati statunitensi: agisce con il fine di proteggere gli investitori assicurandosi che la "*Securities Industry*" operi in modo equo ed onesto.

IL FUNZIONAMENTO DEI DARK POOLS

I Dark Pools hanno elementi principali che li distinguono dai circuiti borsistici. In primo luogo vi è una limitata trasparenza nell'esecuzione degli ordini, in quanto una banca o un broker hanno l'obbligo di mantenere l'anonimato del cliente in modo da non far trapelare informazioni su grandi ordini; in secondo luogo le operazioni vengono eseguite sotto forma di asta tra un'offerta di vendita e una di acquisto: nei Dark Pools prende vita un vero e proprio mercato di *Auction Trading*, ovvero vengono matchate le proposte competitive sia dei compratori che dei venditori, e il prezzo al quale l'azione verrà scambiata risulterà il prezzo più alto che un compratore è disposto a pagare e il prezzo più basso che un venditore è disposto ad accettare, ossia rappresenterà il Best Bid Ask Spread tra l'offerta di acquisto e l'offerta di vendita. Infine i Dark Pools tendono ad essere più economici di una tradizionale Borsa in quanto non vengono applicate commissioni che remunerano l'operato delle Borse.

Gli ordini impartiti dagli investitori vengono eseguiti all'interno dei Dark Pools grazie all'intermediazione di una banca o di un broker. Possono verificarsi situazioni differenti:

1. Se è presente un ordine di egual misura ed opposto nel Dark Pool (un ordine di acquisto corrispondente ad un ordine di vendita o un ordine di vendita corrispondente ad un ordine di acquisto), l'ordine verrà eseguito immediatamente.
2. Se è presente un ordine corrispondente ma ad un prezzo differente, entra in gioco il meccanismo d'asta tra i prezzi. Idealmente il prezzo che si realizzerà sarà il punto medio tra il prezzo del denaro e il prezzo della lettera, ossia il Best Bid Offer Spread.
3. Se non c'è un ordine corrispondente nel Dark Pool, il broker o la banca, nel caso in cui ne avessero l'accesso, possono indirizzare l'ordine in un altro Dark Pool per cercare di concludere l'operazione. (Jay Vaananen, 2015).

L'evoluzione di questo fenomeno risulta però un problema per i mercati borsistici tradizionali. I guadagni per una Borsa si realizzano attraverso le commissioni che vengono applicate ai broker sui vari ordini eseguiti. I Dark Pools infatti sono diventati competitor dei book di negoziazione in quanto incanalano al loro interno i flussi e la liquidità destinati alle Borse, diminuendo di conseguenza i loro guadagni.

Un elemento che accomuna le piattaforme di Dark Pools dei diversi providers è l'essere state soggette a indagine e a multe salatissime da parte delle autorità di vigilanza; uno degli eventi più conosciuti è la maximulta che la SEC (Security and Exchange Commission), ha disposto nei confronti dei Dark Pools di Credit Suisse e Barclays.

Nel 2016 le due banche sono state sanzionate per una somma complessiva pari a 154,3 milioni di dollari perché accusate di aver favorito alcuni *High Frequency Trading*, armati di algoritmi e super computer, a scapito di tradizionali investitori istituzionali. Le banche, infatti, hanno mancato nei controlli interni richiesti dalla SEC e hanno fornito informazioni inesatte ai clienti (Valsania, Il Sole 24 Ore, 2016).

Ralph Silva, analista bancario di SRN, ha detto a BBC News: “Le multe sono un messaggio, non una punizione. I livelli sono insignificanti rispetto ai profitti in questa linea di business. I regolatori stanno dicendo alle banche di chiudere le vulnerabilità, qualcosa che le banche sono state riluttanti a fare perché le risposte vengono con un alto prezzo operativo.”

Eric Schneiderman, procuratore generale di New York, dichiarò che: “Questi casi segnano la prima grande vittoria nella lotta contro la frode nel trading in Dark Pool. Un'azione governativa aggressiva ha portato ad ammissioni di illeciti e riforme significative per proteggere gli investitori tradizionali dai trader predatori e ad alta frequenza” (BBC.com, 2016).

LA REGOLAMENTAZIONE DEI DARK POOLS

Il problema dei Dark Pools è che a causa dell'assenza di trasparenza confondono e distorcono l'andamento dei prezzi reali. La domanda che spesso gli investitori si pongono è: qual è la quotazione giusta, quella che emerge sulla Borsa tradizionale o quella che passa con un colossale ordine sul Dark Pool?

Inoltre queste piattaforme nei momenti di grande stress sui listini possono contribuire al caos; la soluzione tuttavia non è abolirle, perché danno la possibilità a grandi investitori istituzionali di operare sul mercato a costi ridotti con il beneficio del cliente, ovvero il piccolo risparmiatore (Marro, *Il Sole 24 Ore*, 2016). È necessaria, al contrario, una corretta regolamentazione.

In Europa, il 3 gennaio 2018, è entrata in vigore la seconda direttiva sui mercati finanziari, la MiFID II. All'interno di questa suite di regolamenti per i mercati dei capitali è inserita anche la cosiddetta restrizione *Double Volume Cap (DVC)* sul *Dark Pool Trading*, che è diventata effettiva pochi mesi più tardi, il 12 marzo 2018.

Ai sensi della MiFID II, le negoziazioni sui mercati regolamentati o sui sistemi multilaterali di negoziazione che non sono trasparenti prima della negoziazione devono avvenire tramite una delle quattro deroghe seguenti:

1. *Large In Scale (LIS)* per operazioni sufficientemente grandi (spesso chiamate “*block trades*”).
2. *Reference Price Waiver* per operazioni che si riferiscono ad un prezzo di riferimento “*widely regarded*” – tipicamente i Dark Pools MTF (ad esempio UBS MTF) che fanno riferimento al *mid-quote* del mercato primario.
3. *Negotiated Trade Waiver* per le negoziazioni che sono negoziate fuori mercato ma formalizzate sul mercato.
4. *Order Management Facility Waiver* per le negoziazioni che sono tenute all'interno della borsa, in attesa di divulgazione, ovvero ordini “*iceberg*”.

Secondo la DVC tutte le negoziazioni sotto il prezzo di riferimento, o le rinunce alle negoziazioni scambiate nel rispettivo strumento, sono vietate per sei mesi se superano una delle due soglie predefinite. (Neumeier, Gozluklu, Hoffmann, O'Neil, Suntheim, 2021). Le soglie previste introducono limitazioni per gli scambi all'interno dei Dark Pools. In particolare è previsto un limite specifico per le singole piattaforme, le quali non

possono negoziare più del 4% dei volumi di un singolo titolo scambiato nei 12 mesi precedenti, e un limite a livello di mercato, per cui tutte le piattaforme di Dark Pools dell'UE nel loro complesso non possono negoziare più dell'8% dei volumi di un singolo titolo scambiato nei 12 mesi precedenti rispetto agli altri mercati regolamentati riconosciuti.

La MiFID II è un regolamento dell'UE, tuttavia, a seguito della Brexit, è stata concessa al Regno Unito la possibilità di manovra per modificare alcune di queste regole.

Il timore del Paese britannico ad oggi è quello di perdere il posto come centro finanziario globale, dopo che 6 miliardi di euro di volumi di scambi hanno lasciato Londra: per questo sono stati tentati nuovi modi per promuovere l'interesse in pool alternativi di liquidità, sfruttando proprio le divergenze normative con l'Unione Europea.

La Financial Conduct Authority (FCA) del Regno Unito ha apportato diverse modifiche normative nel tentativo di aumentare il trading di dark pool nel Regno Unito.

All'inizio di quest'anno, ad esempio, l'FCA ha abbassato le soglie su larga scala (LIS) di trading sui dark pool a € 15.000, il che significa che nel Regno Unito se una transazione è superiore a € 15.000 può essere scambiata in un Dark Pool. Nell'UE invece la soglia minima per l'utilizzo di una dark pool è di € 650.000, dunque notevolmente superiore rispetto al Regno Unito.

OPACITÀ INFORMATIVA ALL'INTERNO DEI DARK POOLS

Secondo la letteratura la qualità delle informazioni circa i movimenti dei mercati può essere in grado di influenzare il volume degli scambi. Dunque i volumi delle negoziazioni e la trasparenza informativa vengono collegate attraverso il canale della liquidità, definito dal *BBO Spread (Best Bid Offer Spread)*, che è possibile osservare attraverso i book di negoziazione delle borse.

Nei mercati odierni, tuttavia, gran parte degli scambi avviene fuori dalle borse. Secondo il CFA Institute il 40% di tutti gli scambi azionari negli Stati Uniti sono stati eseguiti fuori borsa all'inizio del 2017 (CFA Institute) e una significativa parte di queste negoziazioni è stata effettuata su Dark Pools.

La trasparenza informativa è il principale canale che spiega il volume delle negoziazioni: gli economisti T. J. Boulton, M. V. Barga-Alves e B. Chakrabarty hanno condotto nel 2019 (aggiornato a ottobre 2020) uno studio per verificare se l'opacità informativa sia un fattore determinante per gli scambi all'interno delle piattaforme di Dark Pools. Lo studio è stato condotto selezionando un campione (361 ADR di 33 paesi diversi) dagli *American Depositary Receipts*² (ADR) ed esaminando il legame tra l'opacità informativa del paese di origine del campione e la percentuale del volume totale di scambi che avviene all'interno di Dark Pools (*Dark Pool Volume – DPVol*).

Il risultato principale di questo studio è che una minore trasparenza informativa del paese d'origine è associata a livelli più elevati di volume di scambi all'interno di Dark Pools; ovvero l'opacità informativa influenza positivamente l'opacità di trading. Si tratta di un risultato importante perché, mentre le autorità di vigilanza dei mercati promuovono la trasparenza delle informazioni, la struttura del mercato tende verso un trading più opaco (Boulton, Braga-Alves, Chakrabarty, 2019).

Al fine di osservare e comprendere la relazione tra l'opacità informativa e il volume di scambi nei Dark Pool del campione ADR, gli autori hanno condotto lo studio basandosi su tre diverse misure di trasparenza informativa utilizzate nella letteratura contabile e finanziaria:

² ADR: gli *American Depositary Receipts (ADR)* sono certificati rappresentativi di titoli azionari esteri quotati nelle Borse valori statunitensi. Permettono ai loro possessori di avvalersi di tutti i diritti dell'azionista, pur non ricevendo materialmente il titolo, in particolare la riscossione di dividendi e l'ottenimento di eventuali *capital gains* (guadagni in conto capitale).

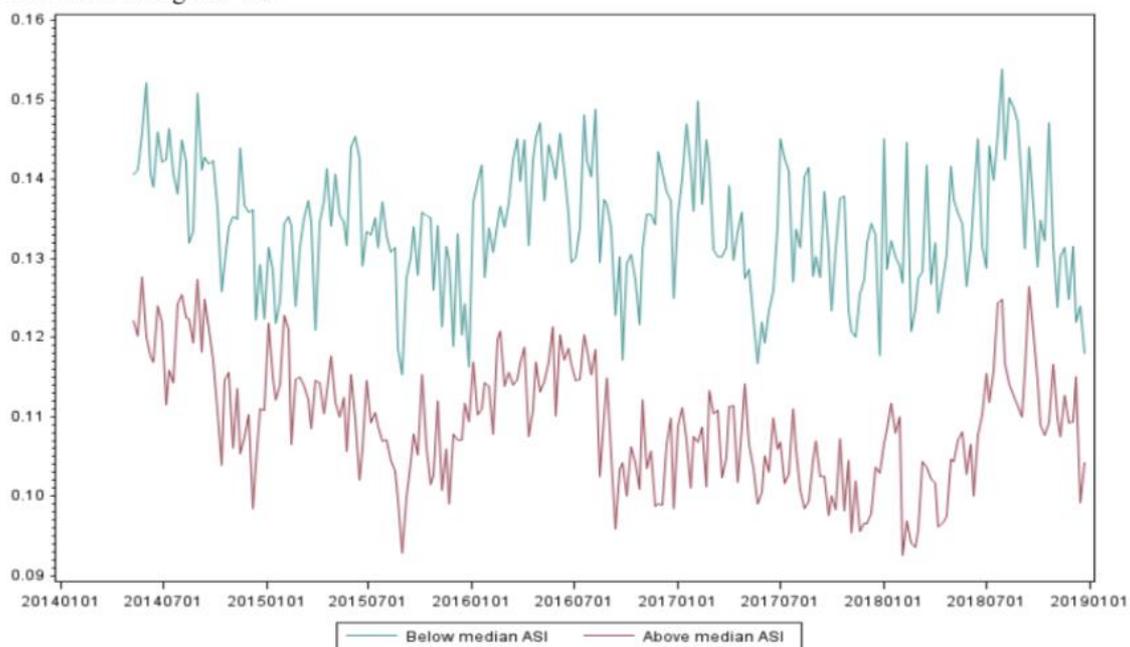
- *Indice ASI: l'indice degli standard contabili (Accounting Standard Index – ASI – La Porta et al., 1998)* aiuta ad interpretare le informazioni aziendali e permette agli investitori di verificare l'operato del management. In particolare, l'indice riflette l'inclusione o l'omissione di 90 voci contabili nelle relazioni annuali delle aziende.
- *Indice AEM: l'Aggregate Earnings Management (Leuz et al., 2003)* definisce la classifica media di ogni paese del campione basata su quattro indicatori dell'attività di Earnings Management; nei paesi con una classifica media più alta, la gestione degli utili è più efficace.
- *Indice Opacity: l'opacità (Bhattacharya et al., 2003)* è la media dei decili di ogni Paese del campione basata su tre indicatori di gestione degli utili; i Paesi con un decile medio più alto tendono ad avere guadagni più opachi.

Osserviamo i risultati ottenuti dallo studio.

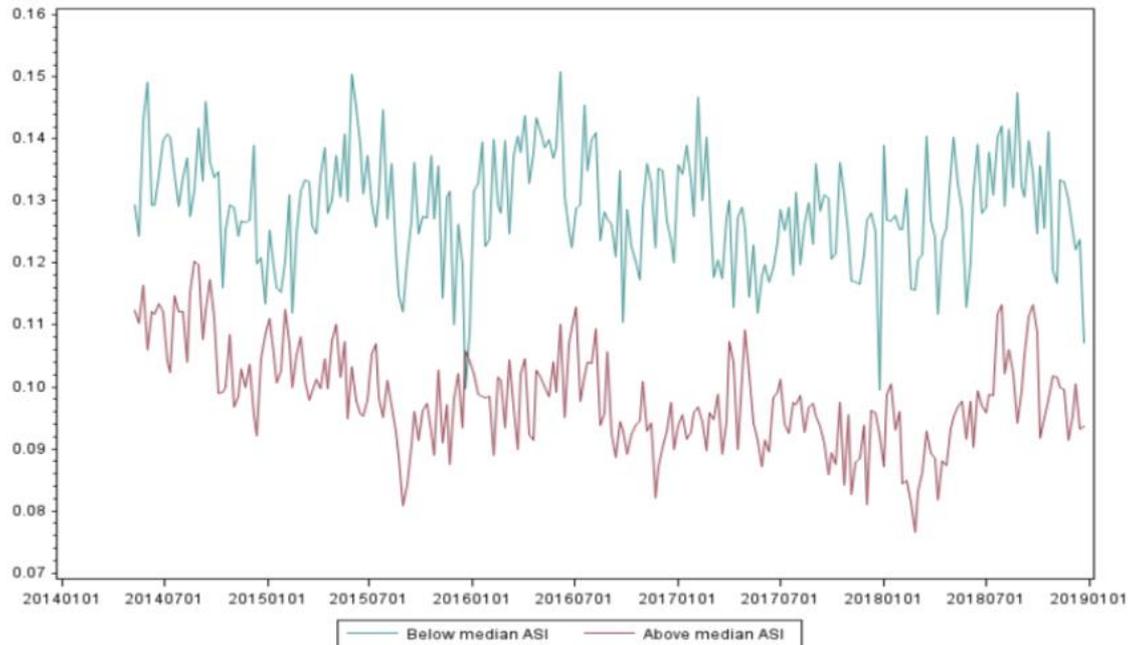
Nella figura 1 si osserva la media settimanale (pannello A) e la mediana (pannello B) del volume del Dark Pool come percentuale del volume totale degli scambi nel periodo separatamente per i campioni ADR provenienti da Paesi con un ASI superiore o uguale (linea rossa) e inferiore (linea verde) alla mediana del campione (Boulton, Braga-Alves, Chakrabarty, 2019).

Figura 1:

Panel A: Average DPVol



Panel B: Median *DPVol*



Notes: These figures depict the variation in the ratio of dark pool volume to total trading volume for ADRs by week between May 12, 2014 and December 28, 2018. *DPVol* is reported separately for ADRs from countries with below and above median *ASI*. Panel A (B) reports average (median) *DPVol*.

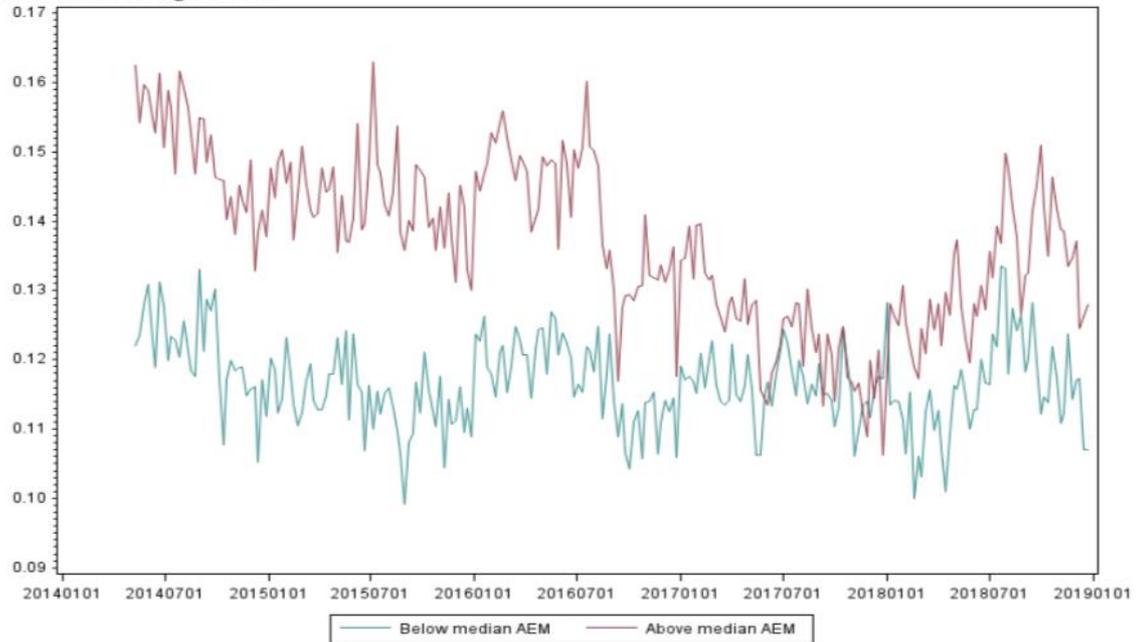
Fonte: (Boulton, Braga-Alves, Chakrabarty, 2019).

In entrambi i pannelli si riscontra che il *DPVol* è maggiore per il campione proveniente da paesi con punteggi *ASI* inferiori: la linea rossa risulta al di sotto (dunque con volumi inferiori) rispetto alla linea verde in entrambi i pannelli e per tutto il periodo di rilevazione.

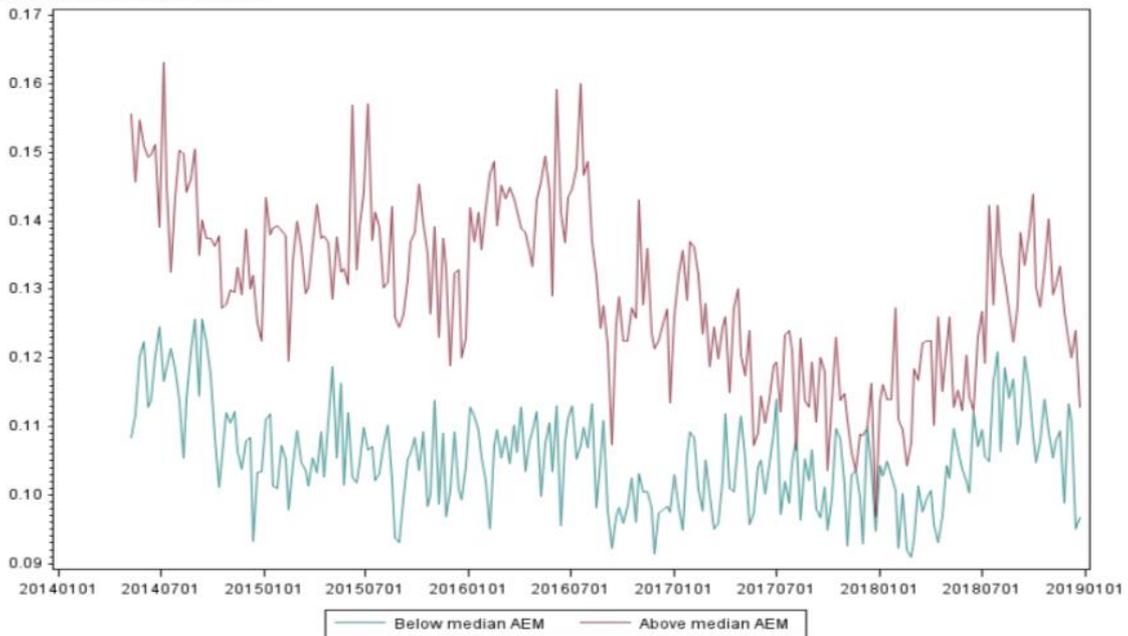
Nelle figure 2 e 3 si osserva la media settimanale (pannello A) e la mediana (pannello B) del volume all'interno del Dark Pool come percentuale del volume totale di negoziazioni nel periodo di riferimento per i campioni riferiti a paesi con AEM (figura 2) e Opacità (Figura 3) superiore o uguale alla mediana del campione (Boulton, Braga-Alves, Chakrabarty, 2019).

Figura 2:

Panel A: Average $DPVol$



Panel B: Median $DPVol$

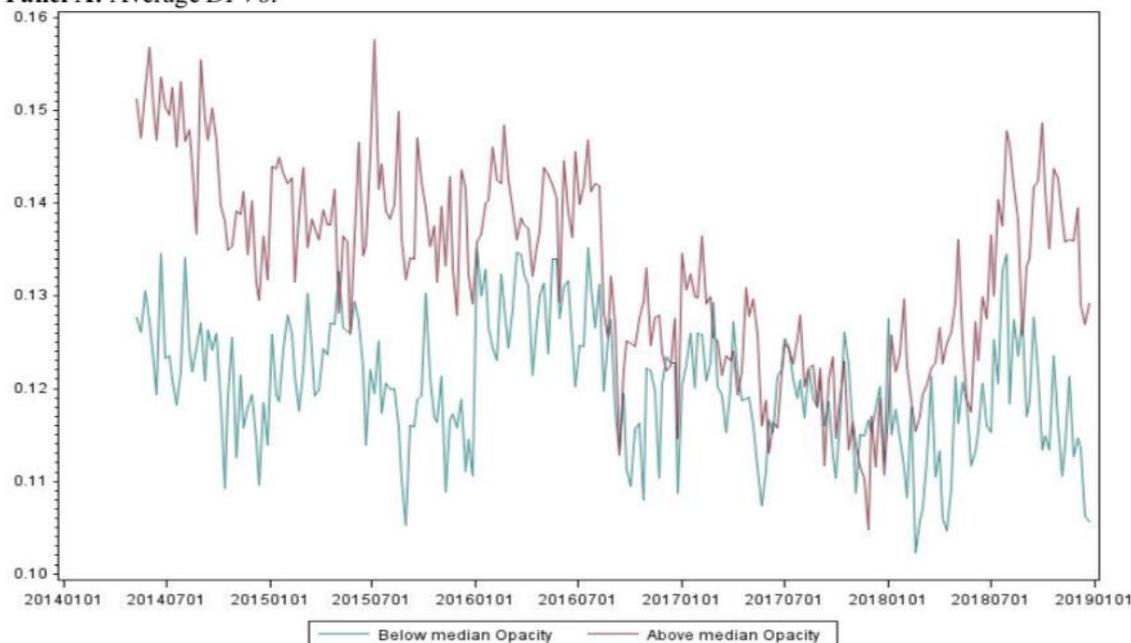


Notes: These figures depict the variation in the ratio of dark pool volume to total trading volume for ADRs by week between May 12, 2014 and December 28, 2018. $DPVol$ is reported separately for ADRs from countries with below and above median AEM . Panel A (B) reports average (median) $DPVol$.

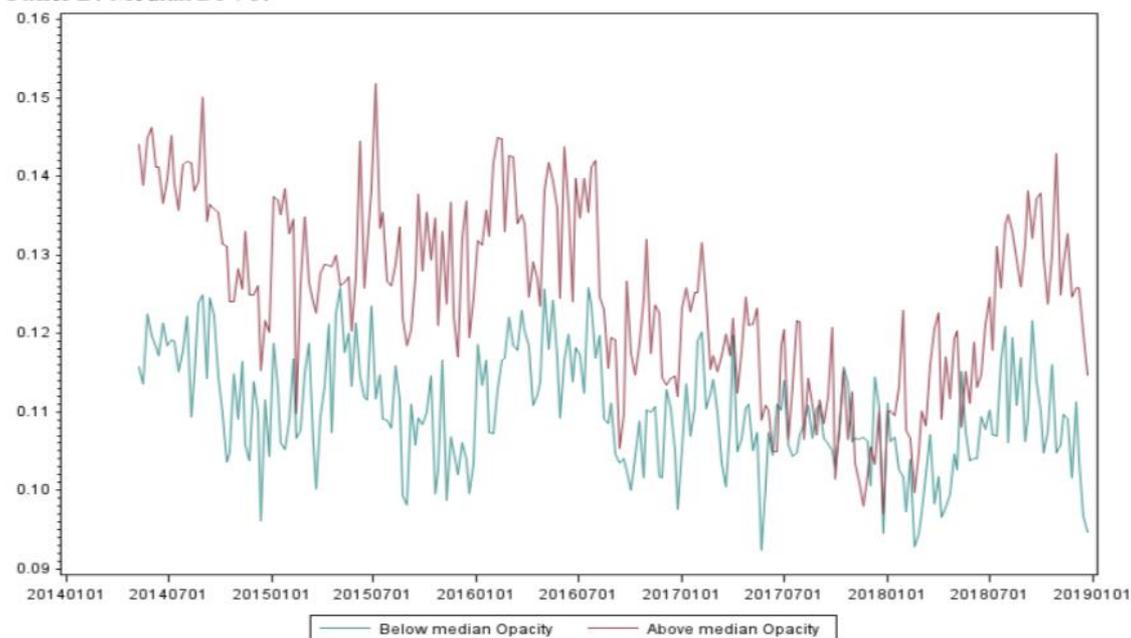
Fonte: (Boulton, Braga-Alves, Chakrabarty, 2019).

Figura 3:

Panel A: Average $DPVol$



Panel B: Median $DPVol$



Notes: These figures depict the variation in the ratio of dark pool volume to total trading volume for ADRs by week between May 12, 2014 and December 28, 2018. $DPVol$ is reported separately for ADRs from countries with below and above median *Opacity*. Panel A (B) reports average (median) $DPVol$.

Fonte: (Boulton, Braga-Alves, Chakrabarty, 2019).

Coerentemente con la figura 1, dall'osservazione delle figure 2 e 3 si evince che il $DPVol$ è maggiore per i campioni provenienti da paesi con maggiore opacità informativa. In particolare, la figura 2 mostra che il $DPVol$ è maggiore per i campioni riferiti a Paesi con

AEM più elevati; la figura 3 dimostra inoltre una relazione simile per l'Opacity (Boulton, Braga-Alves, Chakrabarty, 2019).

In aggiunta, comparando le tre figure, possiamo dire che l'indice ASI ha mantenuto nel corso del periodo analizzato la differenza tra gli andamenti dei valori al di sopra e al di sotto della media e della mediana stabili; diversamente, gli indici AEM e Opacity hanno ridotto le differenze tra i valori al di sotto e al di sopra della media e della mediana nel corso degli ultimi anni.

Come dichiarato nel paragrafo precedente una soluzione in grado di prevenire la creazione di disagi per gli investitori a causa della non trasparenza informativa dei Dark Pools non è la loro abolizione, ma una corretta regolamentazione da parte delle autorità di vigilanza dei mercati.

Del resto i risultati di questo studio suggeriscono che inquadrare le iniziative di trasparenza informativa nel contesto della struttura del mercato attraverso una visione olistica può essere più efficace rispetto alla promozione di iniziative di trasparenza informativa in modo isolato (Boulton, Braga-Alves, Chakrabarty, 2019).

BIBLIOGRAFIA E SITOGRAFIA

Jay Vaananen, *“Dark Pools & High Frequency Trading For Dummies”*, John Willey & Sons, Chichester, West Sussex, 2015.

Neumeier C., Gozluklu A., Hoffmann P., O’Neil P., Suntheim F., *“Banning Dark Pools: Venue Selection And Investor Trading Costs”*, Occasional Paper No. 60, in www.fca.org.uk, 3 Febbraio 2021.

Boulton T.J., Barga-Alves M. V. e Chakrabarty B., *“The Effect of Disclosure Opacity on Trading Opacity: New Evidence from ADR Trades in Dark Pools”*, Pace University Finance Research Paper no. 2019/01, in www.papers.ssrn.com, 7 Maggio 2019 (aggiornato 24 Ottobre 2020).

Johnson Kristin N., *“Regulating Innovation: High Frequency Trading in Dark Pools”*, The Journal of Corporation Law, Vol. 42(4), in www.papers.ssrn.com, 16 Ottobre 2017.

Smith Annabel, *“The Brexit share trading exodus”*, in www.thetradenews.com, 11 Febbraio 2021.

Thomas D., Stafford P., Parker G., *“Ministers plan overhaul of capital market rules to boost City”*, Financial Times, in www.ft.com, 2021.

Chen James, *“Dark Pool”*, in www.investopedia.com, 21 Maggio 2020.

McKee M., Whittaker C., *“The impact of MiFID II on dark pools so far”*, DLA Piper, in www.dlapiperintelligence.com, 12 Novembre 2018.

Enrico Marro, *“Quanto c’entra la finanza ombra (“dark pool”) con il crollo delle borse?”*, in www.ilsole24ore.com, 10 febbraio 2016.

Marco Valsania, *“Multa record della SEC contro le Dark Pools di Credit Suisse e Barclays”*, in www.ilsole24ore.com, 01 febbraio 2016.

BBC News, *“Barclays and Credit Suisse are fined over US ‘dark pools’”*, in www.bbc.com, 01 February 2016.

CFA Institute, <https://www.cfainstitute.org/en/advocacy/issues/dark-pools>.



Caspar David Friedrich, "Viandante sul mare di nebbia" (1818)

Il protagonista di quest'opera è chiaro fin dal primo sguardo: il misteroso e l'inespresso si manifestano attraverso una figura dipinta di spalle che contempla un paesaggio celato dalla nebbia. Non è un caso che quest'opera sia una delle più rappresentative del Romanticismo europeo, espressione massima di quella ricerca del *sublime* tanto cara ai pittori del movimento: l'uomo non può che essere un piccolo e muto spettatore di fronte alla straordinaria grandezza della Natura.

Il personaggio solitario raffigurato dall'artista da le spalle a chi osserva l'opera – rimanendo completamente anonimo – e contempla la scena davanti a sé. Dalla posa che assume sembra quieto e totalmente immerso nella vista del dirupo: non vediamo il suo volto quindi possiamo solo immaginare la sua espressione o il suo atteggiamento nei confronti dello spettacolo che gli si dispiega davanti.

Il paesaggio invece si compone di cime montuose che fanno capolino tra i banchi di nebbia, che livellano l'intera scena: questo espediente crea un certo spaesamento nell'osservatore che cerchi di stabilire una qualche misura di distanza tra le montagne e il personaggio di spalle.

La composizione della scena, così come concepita da Friedrich, non ha lo scopo di offrire uno spaccato naturalistico all'osservatore ma si apre a svariate possibili interpretazioni, anche simboliche, permettendoci di indagare ed approfondire gli aspetti dell'opera che più ci colpiscono: il tema del sublime, quello della solitudine, quello della spiritualità etc.

La stessa foschia che primeggia nell'opera di Friedrich, con la sensazione che lascia di mistero, di inquietudine e al contempo tranquillità, nonché di opacità (nel senso di *non visibilità*), è il principale aspetto che caratterizza, con i suoi pro e i suoi contro, anche la realtà dei Dark Pools: se per un verso l'assenza di trasparenza e l'anonimato permettono agli investitori di ridurre l'impatto delle proprie operazioni sul mercato, dall'altra parte contribuiscono ad alimentare il senso di sospetto e diffidenza rispetto alla propria realtà.

«Chiudi il tuo occhio fisico, al fine di vedere il tuo quadro con l'occhio dello spirito. Poi dai alla luce ciò che hai visto durante la notte, affinché la tua visione agisca su altri esseri dall'esterno verso l'interno.»

(C. D. Friedrich)

