



Wall Street Basta meno di un secondo per carpire informazioni sensibili. E far ricchi i soliti noti...

Scambi Alta velocità a rischio insider

Compravendite azionarie delegate ai computer. Che sono guidati da algoritmi

DI ANTONIO FOGLIA

Un narratore formidabile, Michael Lewis, racconta nel suo ultimo libro, *Flash Boys*, la storia degli *high frequency trader*, responsabili di oltre la metà delle transazioni di Borsa in alcuni Paesi. Il libro espone in modo avvincente e critico questa nuova attività che domina i mercati ed ha scatenato un vivace dibattito sulla loro attività.

Strategie diverse

Le transazioni ad alta frequenza sono quelle disposte, anche centinaia di migliaia di volte al giorno, dai computer di alcuni operatori specializzati. Rispondono alla logica di strategie diverse, non tutte incriminate da Lewis. Per esempio, sul paniere di azioni che costituiscono l'indice S&P 500 della borsa americana sono negoziati anche future, Etf e opzioni su entrambi oltre che sui titoli sottostanti. La relazione tra i prezzi di questi diversi prodotti finanziari è retta da formule precise e quindi l'arbitraggio tra i loro prezzi non espone chi riesce a farlo a nessun rischio. Bisogna, però, essere veloci perché operazioni senza rischio allettano molti. Tanto veloci che vale la pena di costruire una linea di fibre otti-

che dedicata tra Chicago, dove si negoziano i *future*, e New York, dove si negoziano le azioni, che sia più dritta delle normali linee di telecomunicazione per guadagnare meno di un millesimo di secondo. La velocità di esecuzione ha aperto anche opportunità meno cristalline. Collocando i propri computer vicino a quelli delle borse, gli *high frequency trader* si sono accorti che riuscivano, dopo l'arrivo di un ordine d'acquisto di un broker per conto di un cliente, a rastrellare rapidamente sugli altri mercati i titoli in vendita a cui il cliente era interessato prima ancora che questi ricevesse l'eseguito sul suo primo ordine, per poi rivenderglieli, subito dopo, ad un prezzo marginalmente più alto.

Opportunità

Più piccolo è l'ordine iniziale, rispetto alla quantità che il cliente intende effettivamente acquistare, e più sono le borse su cui si negozia lo stesso titolo, più aumenta la possibilità per questi operatori velocissimi di posizionarsi davanti ai flussi di ordini in arrivo e di concludere queste transazioni che, infatti, si chiamano di *front running*.

Queste aberrazioni sono l'effetto diretto di normative errate emanate dalla Sec — la Consob Usa — e di un vano tentati-

Etica & Affari



«Trovo sconvolgente l'idea che le menti più brillanti di individui che appartengono all'élite della società considerino accettabile un'attività che non si può definire altrimenti che predatoria». Nel vivace racconto di Michael Lewis i meccanismi che regolano gli scambi di borsa «ad alta frequenza», le connivenze e le manipolazioni del mercato.

vo di voler negoziare nel continuo. Come nota John Cochrane della scuola di Finanza dell'Università di Chicago, anche i computer hanno una sincronizzazione interna perché i segnali cessino prima che sia scambiata informazione.

In Italia il processo naturale di concentrazione degli scambi

nel tempo e nello spazio, iniziato un secolo fa con la progressiva scomparsa delle borse periferiche, culminò nel 1998 col Testo unico della finanza in cui Draghi lo aveva finalmente sancito come principio, ponendo fine ai «borsini» bancari, in omaggio al principio che la concentrazione degli scambi

migliora la formazione del prezzo e aumenta la liquidità. Negli Usa, invece, si volle che il principio della concorrenza fosse esteso addirittura agli stessi mercati. Con il risultato che la percentuale di titoli quotati al New York Stock Exchange che è effettivamente negoziata sul quel mercato è scesa in un decennio dall'80% a poco più del 20%, a vantaggio della quarantina di borse alternative nate nel periodo.

Vantaggi concreti

I sostenitori del nuovo regime notano che i costi della singola transazione sono crollati e che il divario tra i prezzi quotati in acquisto e vendita si è ristretto. Ma questo in parte sarebbe successo comunque con l'automazione dei processi e serve a poco se l'ammontare della singola transazione si è ridotto a meno della metà costringendo gli investitori a frammentare ulteriormente gli ordini. Inoltre i prezzi sono diventati meno significativi: impossibile riconoscere quello migliore su quaranta borse in cui i valori cambiano 200 volte al secondo. Anzi, proprio il lento meccanismo voluto dalla Sec per il rilevamento del prezzo migliore verso il quale i broker devono incanalare gli ordini butta, di fatto, i loro clienti in bocca ai *front runners*.



Chi sono costoro? Innanzitutto la solita decina di grandi banche, Goldman Sachs, Morgan Stanley, Citi, Barclays, Deutsche Bank che dominano tutti i mercati mondiali. Non solo ricevono una quota di ordini ampiamente sufficiente per avere un campione significativo di tutti gli investitori, ma sono attive come agenti, come controparti, come *high frequency traders* in proprio e si sono create almeno una propria borsa alternativa. Il tutto in un cumulo di conflitti d'interesse che ha pochi precedenti nella storia della finanza. Poi c'è una mezza dozzina di grandi hedge fund specializzati nelle transazioni ad alta frequenza. Infine ci sono diverse piccole aziende avviate spesso da esperti nelle tecnologie necessarie che prima lavoravano per le banche o gli hedge funds. E naturalmente il problema non

riguarda solo i mercati americani. Il libro di Lewis descrive la nascita di una nuova borsa, Iex, creata per offrire un alveo di negoziazione più onesto possibile agli investitori.

La Sec persegue con durezza, ostinazione e grande visibilità l'*insider trading*, che negli Usa è definito dalla giurisprudenza come lo sfruttamento di informazioni non disponibili al pubblico ottenute attraverso chi viola una sua responsabilità fiduciaria. Sfruttare sul filo dei milionesimi di secondo delle informazioni che saranno obsolete quando raggiungeranno il pubblico e comprare queste informazioni da borse che dovrebbero tutelare l'integrità del mercato sembrerebbe proprio rientrare in questa definizione di *insider trading*. Se la Sec avrà il coraggio di riconoscerlo.

