



LA TECNOLOGIA DÀ AL MERCATO SIA FORMA CHE SOSTANZA

ALBERTO LUPOI*

Negli Stati Uniti la Corte Distrettuale Sud di Manhattan sta per decidere un'azione di classe promossa contro alcuni gestori di "Exchanges" (City of Providence, Rhode Island et al vs. Bats Global Markets, Inc et al. No. 15-cv-3057).

La causa riguarda la discriminazione causata dai gestori dei mercati fra: partecipanti al mercato che impiegano algoritmi connessi ad infrastrutture dedicate per negoziare ad alta frequenza ("HFT") e tutti gli altri partecipanti, che non impiegano tali strutture. Infatti, i gestori dei mercati promuovono alcuni servizi specifici per gli HFT, per es.: "proprietary data feeding", "co-location" e "complex order-types", e tali servizi porrebbero gli HFT in una posizione di ingiusto vantaggio rispetto agli altri partecipanti al mercato.

Di fatto, pur negoziando tutti nello stesso mercato, gli HFT, attraverso questi pacchetti di servizi, "vedrebbero" un mercato diverso e, soprattutto, sarebbero informati in anticipo rispetto agli altri (anche se si tratta di qualche centinaio di millisecondi). Il tema di fondo riguarda poi la ratio del Congresso che negli anni ha regolato i mercati finanziari negli Usa, ratio diretta alla salvaguardia dell'investitore di medio lungo termine, piuttosto che dell'investitore del "microsecondo".

Il pacchetto dei servizi resi dai gestori dei mercati agli HFT è di per sé assolutamente lecito ed in parte anche regolato dalla SEC (v. "Regulation NMS"), a condizione che sia "fair, reasonable, not unreasonably discrimi-

* Università di Padova - al@lupoilex.it



natory” ed è proprio sulla portata giuridica di questi principi che si fonda l’azione di classe.

Il Regulation NMS prevede, ad esempio, che le informazioni riguardanti le negoziazioni siano inviate dal mercato ad un punto informatico di raccolta (sempre gestito dal mercato), aggregate e poi rese pubbliche. Si tratta di un’operazione che viene svolta in media ogni 500 millisecondi. Significa che non viene resa pubblica ogni negoziazione nel momento in cui avviene, ma ciò che avviene entro 500 millisecondi è raccolto, aggregato e poi reso pubblico.

I mercati hanno però la capacità tecnica in grado di trasmettere anche le informazioni istante per istante (“proprietary feeds”) a chi, chiaramente, è in grado di gestire un tale flusso informativo, cioè gli HFT. Oltre alle singole transazioni, anche gli indici di mercato scontano un ritardo per essere calcolati e resi pubblici, tempo nel quale l’HFT negozia, così da lasciare gli studiosi ad interrogarsi: l’HFT è in grado anche di causare o comunque prevedere il prossimo movimento degli indici di mercato?

Quale sarebbe l’interesse dei mercati a prestare questi servizi è presto detto. Gli HFT sono in grado di concludere una negoziazione ogni 300/400 millisecondi ed ogni transazione conclusa produce una commissione per il gestore del mercato. Non è semplice individuare con precisione il valore di una “transaction fee” (il listino del NYSE è di 37 pagine a seconda della tipologia di transazione), per dare un’idea la commissione può variare da 0,0010 a 0,00275 dollari. Contando che in 8 ore di negoziazione un HFT può superare le 9 milioni di transazioni (alla media di una ogni 400 millisecondi) è facile comprendere l’attrattiva per un gestore del mercato. Senza contare altri effetti indiretti, quale il livello di liquidità del mercato nel quale operano gli HFT rispetto ad altri mercati dove essi non operano (ed infatti i gestori pagano delle commissioni ai c.d. “Supplemental Liquidity Providers”).

La forma tecnica del “mercato”, che oggi la legge nomina “Sistema multilaterale di negoziazione”, consiste nei data center dove sono alloggiato le macchine nelle quali vengono concluse le negoziazioni in modo assolutamente automatizzato. Questa infrastruttura informatica (la “forma” dei mercati) è cresciuta di pari passo con le tecniche di negoziazione (il “contenuto”) ed è evidente la profonda connessione fra la forma e il contenuto: data la forma del mercato, oggi non è più possibile negoziare urlando un’offerta stando fisicamente sul “floor”, l’unico modo è inserire un ordine in un computer che lo girerà ai server del sistema.



In questo senso la tecnica della negoziazione si è evoluta nell'unica direzione possibile, allontanandosi dall'uomo per utilizzare in modo più efficiente la struttura del mercato e quindi verso l'informatica, le infrastrutture necessarie, gli algoritmi. Così giungendo a creare un sistema all'interno del sistema: nel primo gli HFT approfittano al massimo grado della struttura del sistema (per altro grazie ad onerosi investimenti), nel secondo sono tutti gli altri.

Dunque, la forma tecnica del mercato si declina nel "sistema" informatico, che pur essendo "struttura" o "hardware" difficilmente può essere distinto dal "contenuto": la struttura si è evoluta per consentire al contenuto di assumere la forma che solo la struttura poteva dargli e dunque la negoziazione informatica (nelle sue varie tipologie).

Luciano Floridi (La quarta rivoluzione, Oxford 2014), si riferisce alla quarta rivoluzione in varie accezioni, e per ciò che interessa la sua definizione di tecnologia è: "essere tra le cose". Molto semplicemente un cappello che ripara dal sole è posto fra l'uomo (l'utente) e la luce del sole. Le tecnologie di secondo ordine sono "quelle che pongono gli utenti in relazione non più con la natura, ma con altre tecnologie". Un chiodo è una tecnologia di primo ordine, ma per battere il chiodo l'utente usa un martello (tecnologia di secondo ordine). Se poi quel martello fosse mosso da un robot, saremo allora nella tecnologia di terzo ordine. Per dirla in breve, si ha terzo ordine, quando la tecnologia diventa utente della tecnologia e, dunque, la "usa" in modo assolutamente diverso dall'utente umano. Si tratta di ciò che è avvenuto con gli algoritmi (utenti tecnici della tecnologia) che negoziano in autonomia impiegando altra tecnologia (la struttura dei mercati), così producendo effetti "tecnologici" dell'uso della tecnologia stessa, nel nostro caso dei sistemi (cioè, dei mercati).

In questo senso, allora, la forma tecnica dei mercati non consiste solo nella loro struttura di hardware, ma nel loro modo di essere e di conseguenza la variazione degli indici di mercato altro non è che la rappresentazione del modo tecnico di usare la tecnologia: non è più solo l'utente umano con le sue scelte quasi-razionali a dare impulso all'andamento dei mercati, bensì è la tecnologia stessa che si manifesta appunto in un andamento tecnologico dei mercati.