



Dipartimento di Economia e Finanza

Cattedra di Diritto dei Mercati e degli Intermediari Finanziari

Short Selling Regulation: Vincoli ed Evoluzione Normativa

RELATORE

PROF.SSA Mirella Pellegrini

CANDIDATO
Simone Pecoraro

MATRICOLA
680811

CORRELATORE

PROF.SSA Paola Lucantoni

ANNO ACCADEMICO 2017 - 2018

INDICE

CAPITOLO I: NASCITA ED EVOLUZIONE NORMATIVA DELLO SHORT SELLING.....	3
• 1.1 <i>Lo Short Selling nella storia.....</i>	<i>3</i>
• 1.2 <i>Il contesto europeo.....</i>	<i>7</i>
• 1.3 <i>La situazione italiana, i provvedimenti Consob.....</i>	<i>11</i>
 CAPITOLO II: DALLO “SHORT SELLING BANS” NEGLI ANNI DELLA CRISI AL REGOLAMENTO DEL 2012.....	 21
• 2.1 <i>Tre variabili esplicative.....</i>	<i>24</i>
• 2.2 <i>Evidenze empiriche.....</i>	<i>28</i>
• 2.3 <i>Liquidità di mercato.....</i>	<i>34</i>
• 2.4 <i>Price Discovery.....</i>	<i>41</i>
• 2.5 <i>Il prezzo delle azioni.....</i>	<i>43</i>
• 2.6 <i>Il Regolamento UE 236/2012.....</i>	<i>49</i>
 CAPITOLO III: L’EFFICIENZA INFORMATIVA DEI PREZZI NELLO SHORT SELLING.....	 55
• 3.1 <i>Efficienza dei prezzi.....</i>	<i>55</i>
• 3.2 <i>Lending Supply.....</i>	<i>64</i>
• 3.3 <i>Loan Fee.....</i>	<i>67</i>
• 3.4 <i>Liquidità e costi di transazione.....</i>	<i>72</i>
• 3.5 <i>Analisi sulle misure di efficienza dei prezzi.....</i>	<i>74</i>
 CONCLUSIONI.....	 79
 BIBLIOGRAFIA.....	 85

CAPITOLO I

NASCITA ED EVOLUZIONE NORMATIVA DELLO SHORT SELLING

1.1 Lo Short Selling nella storia

La pratica dello *short selling* esiste probabilmente da più di 400 anni (con casi documentati in Olanda nel 1600¹). La sua invenzione viene fatta risalire all'olandese Isaac Le Maire il quale nel 1602 investì 82.000 fiorini nella Compagnia Olandese delle Indie Orientali. Successivamente decise di liquidare l'operazione ma vendette azioni in misura maggiore di quante non ne possedesse. L'operazione fu considerata "oltraggiosa" da parte dei contabili dell'epoca che introdussero così la prima regola di Borsa: "il divieto di vendita allo scoperto".

Questo fu solo l'inizio dello *short selling* e dei suoi divieti: da quel momento in poi, in tutto il mondo, in seguito a shock o crolli dei mercati finanziari, si è assistito all'intervento dei regolatori nazionali che hanno cercato di porre rimedio al malcontento generale, tra gli altri provvedimenti, vietando o limitando le vendite allo scoperto.

Nel 1733 lo *short selling* fu vietato in Gran Bretagna in seguito allo scoppio della bolla della South Sea Company, società costituita con l'intento di accollarsi il debito pubblico inglese, ricevendo in cambio un interesse annuo dallo Stato, oltre al monopolio del commercio con le colonie spagnole e il Sud America. Un entusiasmo generalizzato del mercato ha consentito a tale società di emettere tranches di azioni a prezzi in costante crescita, generando una bolla speculativa il cui scoppio ha paralizzato il mercato. Anche in questo caso lo *short selling* fu accusato di aver contribuito in modo significativo al crollo e quindi le autorità intervennero con dei divieti².

Una dura condanna alle vendite allo scoperto provenne, qualche decennio dopo, da Napoleone. Durante la Rivoluzione Francese, infatti, la Borsa di Parigi sperimentò un periodo di forte instabilità e, ancora una volta, una consistente parte di responsabilità venne attribuita a chi praticava vendite allo scoperto, al punto che Napoleone non solo le vietò, ma considerò antipatriottico e traditore chi le praticava prevedendo quale pena la reclusione. Probabilmente l'instabilità della Borsa metteva a repentaglio la capacità di finanziare la guerra e quindi la costruzione del suo impero.

¹ Taulli T.; *All about short selling. The easy way to get started*, New York, McGraw-Hill 2011.

² Jain C., Jain P.k., McNish T. H.; *Evolution of short selling and trading practices* (97-113), in Gregoriou G. N. (a cura di), *Handbook of short selling*, Elsevier Inc. 2011.

Negli Stati Uniti d'America le vendite allo scoperto furono vietate per la prima volta nel 1812 dallo Stato di New York a causa dell'instabilità del mercato finanziario e dell'incertezza causata dalla guerra anglo-americana.

Il New York Stock Exchange impose una particolare regolamentazione allo *short selling* durante la Prima Guerra Mondiale (Novembre 1917) richiedendo a tutti i broker di fornire ogni giorno entro mezzogiorno una lista di tutti gli speculatori, minacciando di rivelarne l'identità in caso di andamento anomalo dei prezzi. Si temeva che le vendite allo scoperto potessero ostacolare la guerra deprimendo il mercato, inoltre vi era il rischio che il nemico potesse organizzare degli attacchi ribassisti causando la perdita di ingenti somme di denaro.

Come era già avvenuto in passato, anche il crollo della borsa di Wall Street nell'Ottobre del 1929 fu imputato, almeno in parte, all'operato di alcuni short sellers, in particolare Jesse Livermore il quale, durante la fase ribassista, guadagnò circa \$100 milioni andando corto³. Il Congresso americano indagò sul crollo, in particolare a proposito degli attacchi ribassisti che gli short sellers avrebbero messo in atto, attribuendo alla SEC (*Securities and Exchange Commission*), con il Security and Exchange Act del 1934, il potere di regolare tale attività al fine di tutelare gli investitori e garantire l'efficienza e l'integrità dei mercati.

Nel 1931 il NYSE proibisce lo *short selling* ad un prezzo inferiore rispetto a quello dell'ultima transazione (*uptick rule*), e l'anno successivo, ai brokers, viene richiesto di ottenere l'autorizzazione scritta dai clienti per poter prestare le loro azioni ad altri operatori.⁴

Nel Taxpayer Act del 1936 fu introdotta una legge volta a scoraggiare la gestione attiva e l'attività di *short selling* da parte dei fondi comuni, imponendo loro di derivare meno del 30% dei ricavi lordi da posizioni detenute per meno di tre mesi o da vendite allo scoperto. Dopo il crollo del 1937, caratterizzato da un'elevata volatilità sul NYSE, la SEC condusse uno studio stabilendo che, anche se lo *short selling* non poteva essere ritenuto la causa unica o principale della crisi, esso era responsabile di aver esacerbato il declino.

Così nel 1938 la SEC riadottò la *Rule 10a-1* che conteneva la cosiddetta *uptick rule*, la quale proibisce di vendere un'attività se non ad un prezzo superiore a quello dell'ultima transazione, o pari allo stesso nel caso in cui questo sia superiore a quello precedente.

Due anni dopo un altro provvedimento, l'*Investment Company Act*, restrinse severamente la possibilità dei fondi comuni di andare corti. Questo atto fu abrogato solo nel 1997, anno in cui venne approvato il Taxpayer

³ B. Yuille; *Short selling: making the ban*, 2009.

⁴ Jain C., Jain P.k., McInish T. H.; *Evolution of short selling and trading practices* (97-113), in Gregoriou G. N. (a cura di), *Handbook of short selling*, Elsevier Inc 2011.

Relief Act il quale abrogò la “short-short” rule del '36, aumentando significativamente la capacità di market timing dei fondi comuni.

Dal 1982 al 1987 si assiste ad una fase di mercato rialzista caratterizzata da bassi tassi d'interesse, acquisizioni ostili, leveraged buyout e fusioni continue: l'idea diffusa era che le società potessero continuare a crescere senza limiti mediante continue acquisizioni e fusioni, agevolate da incentivi fiscali che consentivano la deduzione degli interessi passivi.

In questo contesto si generò una diffusa euforia tipica delle bolle finanziarie che portò operatori di mercato ed investitori ad illudersi che i prezzi potessero continuare a salire. All'inizio del 1987 la SEC condusse diverse indagini per *insider trading* che generarono diffidenza tra gli investitori, inoltre l'inflazione e il surriscaldamento iniziarono a divenire oggetto di preoccupazione a causa dei tassi di crescita dell'economia e del credito.

Il 14 Ottobre vennero effettuati due annunci: il primo fu l'eliminazione dei benefici fiscali legati alle fusioni; il secondo riguardò l'ammontare di disavanzo commerciale del mese di agosto ben superiore alle aspettative.

Come conseguenza si ebbe: una discesa dei corsi azionari poiché i prezzi non inglobavano più la possibilità di essere target di acquisizioni, un declino del dollaro ed una politica restrittiva della FED che alzò i tassi, causando ulteriore pressione sui prezzi. Molti manager adottarono strategie di copertura mediante index futures per proteggere i propri portafogli azionari da andamenti ribassisti del mercato, aumentando la differenza di prezzo tra l'indice azionario e quello futures, incentivando arbitraggi che aumentarono la pressione sul NYSE. I mercati proseguirono il loro declino durante tutta la settimana: il venerdì lo S&P 500 registrava una perdita settimanale del 9%. Quando Lunedì 19 Ottobre i mercati aprirono, l'indice azionario del mercato futures fu inondato da ordini di vendita per miliardi di dollari in pochi minuti causando il crollo del mercato cash e futures. Quando gli investitori si resero conto del crollo massiccio del mercato ordinarono prontamente ai brokers di vendere le loro azioni, aggravando ulteriormente la situazione, senza nemmeno avere piena consapevolezza di ciò che stava accadendo.

Per impedire che la situazione degenerasse in una crisi persino peggiore, la Fed intervenne abbassando i tassi a medio termine, prevenendo una recessione e una crisi bancaria: il mercato si riprese velocemente tornando presto in fase rialzista, guidata da operazioni di buyback delle società che ritenevano sottoprezzate le proprie azioni. Secondo alcuni, l'uptick rule avrebbe contribuito al disallineamento tra il mercato cash e quello future contribuendo a trasformare il declino in un crash: vietando le vendite allo scoperto quando i prezzi sono in

discesa si ostacola la strategia di *Index Arbitrage*, che aumenta l'efficienza complessiva del sistema poiché connette i due mercati trasferendo velocemente informazioni tra essi⁵.

Nel 1989 il Congresso statunitense indagò sugli effetti delle vendite allo scoperto sulle piccole imprese e sulla necessità di ulteriori regolamentazioni dei mercati. Durante le audizioni, la SEC ha riconosciuto lo *short selling* quale legittima tecnica di trading che fornisce un utile servizio al mercato agevolando la formazione dei prezzi. Le testimonianze di alcuni membri della commissione hanno però evidenziato come tale pratica possa essere illegale se utilizzata in uno schema fraudolento (ad esempio per influenzare il prezzo di un titolo allo scopo di indurre l'acquisto o la vendita del titolo da parte di altri) o è accompagnato da omissioni o da un flusso di informazioni errate.

Una delle più importanti leggi sulle vendite allo scoperto è la *Regulation SHO* adottata dalla SEC nel 2004, che, oltre a richiedere che tutti gli ordini inviati a brokers e dealers siano contrassegnati come “short”, “long” o “short exempt”, individua i requisiti “*locate*” e “*close-out*” volti a gestire i problemi derivanti da fallimenti di consegna e *naked short selling*.

Il primo richiede agli intermediari di avere sufficienti elementi che consentano loro di poter ragionevolmente credere che una certa attività possa essere presa a prestito e consegnata alla data stabilita, prima di effettuare la vendita allo scoperto.

Il secondo impone gli intermediari iscritti a una clearing agency di chiudere ogni posizione di “*fail to deliver*” nelle cosiddette “*threshold securities*” (attività che hanno registrato elevati casi di mancata consegna) entro dieci giorni dalla normale data del regolamento; sino alla chiusura di tali posizioni gli intermediari non potranno vendere allo scoperto le suddette attività, salvo che vi sia un accordo bona fide o di prestito (“*pre-borrowing requirement*”)⁶.

In virtù del periodo positivo che i mercati stavano attraversando, nel corso del 2005 la SEC ha allentato le restrizioni sulle vendite allo scoperto e nel Luglio del 2007 ha eliminato l'*uptick rule*.

La Regulation SHO ha poi subito diverse rivisitazioni e integrazioni negli anni successivi, in particolare in seguito allo scoppio della crisi finanziaria del 2007, che, come vedremo, ha portato i regolatori di tutto il mondo ad intervenire vietando o limitando le vendite allo scoperto.

⁵ Macey, Mitchell e Netter; *Restrictions on Short Sales: An Analysis of the Uptick Rule and its Role in View of the October 1987 Stock Market Crash*, 1989.

⁶ Il contenuto dei provvedimenti regolamentari adottati negli USA è disponibile sul sito della SEC.

1.2 Il contesto europeo

Per quanto riguarda la situazione europea, col propagarsi della crisi, i regolatori hanno adottato man mano provvedimenti che da un lato avrebbero garantito una maggiore stabilità dei mercati e quindi una più ampia tutela degli investitori ma dall'altro, attraverso una maggiore armonizzazione legislativa, avrebbero permesso anche una adeguata efficienza informativa supportata da una solida simmetria dei prezzi che rispecchiasse quanto più possibile il reale valore degli asset.

La materia delle vendite allo scoperto è di norma affidata alle decisioni delle *authorities* dei mercati indipendenti.

Il divieto di vendita allo scoperto introdotto nella quasi totalità dei mercati internazionali nei giorni immediatamente successivi al *crack Lehman*, costituisce probabilmente uno degli esempi più rappresentativi del mancato coordinamento cross-border tra regulators innescato al fine di fronteggiare ed arginare i potenziali effetti, taluni funesti, degli incerti scenari di mercato paventatisi a partire dal terzo trimestre del 2008⁷.

Sicché la crociata dei regulators contro le vendite allo scoperto è avvenuta in assenza di un'unica regia a livello internazionale a dispetto di un mercato che è invece globale⁸.

L'introduzione ed il successivo abbandono (in alcuni casi repentino) dei regimi restrittivi per le short sales ha sollevato inevitabili interrogativi circa l'opportunità e l'efficacia di questo genere di interventi. Più propriamente, nelle "incursioni" lanciate dalle autorità che hanno adottato le misure più rigide, è parso cogliersi alcuni elementi di apparente contraddizione tra il presupposto delle stesse misure – secondo cui lo *short selling* contribuirebbe ad incentivare fenomeni di manipolazione dei prezzi e di instabilità del mercato – e la loro dimensione temporale, che è stata transitoria anziché strutturale.

Le autorità di vigilanza, impegnate all'interno del proprio ordinamento nazionale nella ricerca di soluzioni permanenti, sottolineano la necessità di definire una linea comune a livello internazionale di policy sulle vendite allo scoperto e, più in generale, sul fenomeno delle posizioni corte, indipendentemente dalle condizioni di mercato⁹.

⁷ Luigi Scipione; *La crociata dei market regulators contro lo "short selling"*. Alcune riflessioni sui possibili interventi di vigilanza a difesa dei mercati e degli investitori.

⁸ Sebbene, infatti, in molti Paesi i divieti presi nel corso del 2008 siano stati nel frattempo revocati, la situazione rimane a macchia di leopardo. Proibizioni di varia natura sono ancora presenti in Austria, Belgio, Danimarca, Francia, Germania, Lussemburgo, Portogallo e Spagna. In Gran Bretagna, Belgio, Grecia e Spagna è stato imposto l'obbligo di *disclosure* sulle posizioni nette di vendita allo scoperto.

⁹ Più in generale, sull'opportunità di seguire un approccio armonizzato, che avvicini le regolamentazioni finanziarie dei diversi paesi, S. Amoroso, *Coordinamento e collaborazione nelle attività di vigilanza "finanziaria"*, in *La crisi dei mercati finanziari*; L. Cardia, *Armonizzazione normativa e cooperazione per combattere la crisi in Europa*, in *Bancaria*, 6/2009; J.E. Stiglitz, *La crisi finanziaria internazionale: le regole da riscrivere e le prospettive future*, in *Bancaria*, 9/2009; R. Masera, *La crisi globale: finanza*,

È opinione largamente condivisa che una regolamentazione armonizzata permetterebbe sia di evitare comportamenti elusivi dovuti ad arbitraggi regolamentari¹⁰, sia di ridurre i costi di compliance a carico degli operatori che devono confrontarsi con regolamentazioni di diversa natura.

Peraltro, effetti di questo tipo sono tanto più probabili quanto più prescrittiva è la disciplina e, in particolare, quanto più la stessa è in grado di incidere sui comportamenti dei singoli o sulle generali condizioni operative e informative dell'attività di negoziazione.

L'elaborazione (perlomeno) a livello comunitario di un rule book consentirebbe ai regolatori nazionali di assumere decisioni, in subjecta materia, tali da non incidere sugli assetti competitivi tra mercati regolamentati, tra sistemi di contrattazione e tra mercati a pronti e mercati a termine.

Per risolvere le differenze regolamentari esistenti tra i diversi Stati membri dell'Unione Europea, in materia di vendite allo scoperto, l'esigenza di un'effettiva armonizzazione era unanimemente sentita a livello comunitario. Per raggiungere questo obiettivo, il CESR (Committee of European Securities Regulators, il comitato delle autorità europee di regolamentazione del settore finanziario, sostituito poi dall'ESMA¹¹) ha proposto l'introduzione di un regime di trasparenza da applicarsi in tutta l'Unione Europea¹², allo scopo di evitare trattamenti differenziati nei diversi Stati Membri in relazione ad operazioni transfrontaliere¹³.

Tale regime prevede un obbligo di comunicazione delle vendite allo scoperto all'autorità di vigilanza dello Stato membro d'origine, che consenta a quest'ultima di compiere accertamenti in relazione a sospetti ricorsi abusivi alla tecnica dello *short selling*.

In tale prospettiva, la Commissione Europea ha adottato, il 15 settembre 2010, una proposta di regolamento sulle vendite allo scoperto e sui credit default swap (la "Proposta di Regolamento")¹⁴, allo scopo di rafforzare la trasparenza in materia (adottando il sistema proposto dal CESR) ed assicurare un monitoraggio funzionale ed efficiente dei mercati finanziari.

regolazione e vigilanza alla luce del Rapporto de Larosière, 3/2009; C. Di Noia, S. Micossi, J. Carmassi e F. Peirce, *Keep It Simple Policy Responses to the Financial Crisis*, Centre for European Policy Studies (CEPS), Brussels, 2009.

¹⁰ In merito cfr. G. Tabellini, *Berlino sbaglia ma anche la Bce può fare meglio*, in *Il Sole 24 Ore*, 20 maggio 2010; R. Sabbatini, *Lo short selling divide l'Europa*, in *Il Sole 24 Ore*, 20 maggio 2010; F. Debenedetti, *Senza alcuna efficacia il divieto di vendite allo scoperto di Cds*, in *Il Sole 24 Ore*, 21 maggio 2010. Qualsiasi opzione regolamentare (restrizione all'operatività o regole di trasparenza) andrebbe, dunque, considerata in un contesto di mercati finanziari sempre più integrati, e spesso con una moneta comune, al fine di evitare comportamenti elusivi dovuti a possibili arbitraggi regolamentari.

¹¹ L'ESMA (European Securities and Market Authority) è la nuova autorità di vigilanza finanziaria dell'Unione Europea, istituita con Regolamento n. 1095/2010/UE del 24 novembre 2010 ed operativa dal 1° gennaio 2011.

¹² Vedi il documento di consultazione intitolato "*Proposal for a pan-european short selling disclosure regime*" (CESR/09 – 581), il report intitolato "*Model for a pan-european short selling disclosure regime*" (CESR/10 – 088), e il report intitolato "*Technical details of the paneuropean short selling disclosure regime*" (CESR/10 – 453).

¹³ Le vendite "allo scoperto": esperienze a confronto a cura di Giovanni Carotenuto, Of Counsel Orrick, Herrington & Sutcliffe. Novembre 2011.

¹⁴ *Proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council on short selling and certain aspects of credit default swaps* – COM (2010) 482. Conclusa nel 2012 e consultabile sul sito <http://register.consilium.europa.eu>.

Con l'obiettivo di favorire il coordinamento tra le autorità nazionali, la *Proposta di Regolamento* individua una serie di poteri in capo all'ESMA, tra cui quello di garantire che le operazioni transfrontaliere ricevano lo stesso trattamento da parte di tutti gli Stati Membri interessati, emanando standard tecnici vincolanti e coordinando l'attività svolta in materia dalle singole autorità nazionali.

L'ESMA è chiamata altresì a svolgere una funzione di controllo sulla necessità e proporzionalità delle misure adottate dalle autorità nazionali in situazioni eccezionali del mercato. Infine - ed è questa la principale novità – la *Proposta di Regolamento* attribuisce all'ESMA il potere di intervenire direttamente, vietando, limitando o condizionando temporaneamente le vendite allo scoperto, qualora:

- vi sia una minaccia all'ordinato funzionamento e all'integrità dei mercati finanziari o alla stabilità di tutto o parte del sistema finanziario europeo
- le misure adottate a livello nazionale non appaiano sufficienti a contrastare tali situazioni di crisi. In tale ultima ipotesi, le misure adottate dall'ESMA prevarrebbero, in caso di conflitto, su quelle delle singole autorità nazionali.

A livello internazionale, è appena il caso di richiamare quanto rilevato dallo IOSCO (International Organization of Securities Commissions; l'organizzazione internazionale delle autorità di vigilanza sui mercati finanziari nazionali)¹⁵, secondo cui nella regolamentazione in materia di vendite allo scoperto, le competenti autorità nazionali dovrebbero:

- svolgere controlli appropriati per ridurre il rischio di operazioni che possano compromettere il buon funzionamento dei mercati;
- rendere obbligatoria l'informativa sulle vendite allo scoperto;
- assicurarsi che i soggetti ordinanti si conformino al divieto di vendite

allo scoperto;

- consentire l'esecuzione di quelle operazioni che abbiano degli effetti positivi sul mercato.

Dal contesto normativo sopra illustrato emerge una forte attenzione delle autorità di vigilanza e, più in generale, della politica rispetto al tema delle vendite allo scoperto.

¹⁵ Vedi il "*Final Report on regulation of short selling*" del giugno 2009, consultabile all'indirizzo <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD292.pdf>.

L'obiettivo dichiarato delle misure finora adottate è quello di limitare brusche correzioni al ribasso delle quotazioni, consentire un più ordinato processo di formazione dei prezzi ed evitare il ricorso ad abusivi utilizzi della tecnica di *short selling*.

Tali misure non sembrano tuttavia tener conto del fatto che vietare le vendite allo scoperto in maniera indiscriminata può produrre artificiali distorsioni dei prezzi, dannose per l'integrità dei mercati.

C'è dunque una chiara esigenza di realizzazione, in tempi brevi, di una maggiore armonizzazione delle regolamentazioni in essere a livello europeo in materia di vendite allo scoperto, che tenga conto sia degli effetti positivi sia di quelli negativi di tale tecnica.

In questa direzione sembra andare la Proposta di Regolamento sopra citata, in particolare ove attribuisce all'ESMA il potere non solo di coordinare l'azione delle competenti autorità nazionali, ma anche di intervenire direttamente, ove necessario.

Ciò dovrebbe consentire di evitare almeno che la gestione delle crisi finanziarie future venga affidata agli "umori" (e dunque ai limiti) delle singole autorità nazionali.

1.3 La situazione italiana, i provvedimenti Consob

Per quanto riguarda il nostro Paese, invece, dopo la nascita della Commissione nazionale per le società e la Borsa¹⁶ (CONSOB), e prima della Normativa Europea sulle vendite allo scoperto definita ulteriormente col Regolamento del 2012, ci sono state alcune comunicazioni che hanno inquadrato meglio la posizione dell'Autorità di Vigilanza (anche prima del crash finanziario mondiale 2007-2009) sullo *short selling*.

Con la legge n. 281 del 1985 e con la legge n. 1 del 1991 viene aumentata l'autonomia e l'indipendenza della commissione di vigilanza; con questi interventi legislativi e dopo l'emanazione del decreto n.58 del 1998 (Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, *TUF*), la CONSOB acquista un più marcato peso istituzionale, esercitando un più vasto controllo sull'intero mercato mobiliare.

In particolare, con una comunicazione del 29 Gennaio del 2001; l'Autorità nazionale rispondeva e chiariva la sua posizione per la prima volta sul quesito in oggetto riguardante le cosiddette vendite allo scoperto:

La normativa attualmente in vigore e la relativa regolamentazione emanata dalla Consob non pongono alcun esplicito divieto circa la possibilità di effettuare vendite allo scoperto. Dal punto di vista regolamentare, inoltre, non può ritenersi condizione necessaria per tale tipo di operatività la presenza di un mercato del c.d. prestito titoli.

Va tuttavia considerato che, come previsto dall'art. 29 del regolamento Consob n. 11522/98, "gli intermediari autorizzati si astengono dall'effettuare con o per conto degli investitori operazioni non adeguate per tipologia, oggetto, frequenza e dimensione". In questo senso, quindi, gli intermediari devono valutare l'opportunità di consentire ai propri clienti operazioni che, per loro natura, potrebbero risultare inadeguate.

Tuttavia, dopo lo scoppio della crisi del 2007, causata dal fallimento di Lehman Brothers, l'Autorità di Vigilanza ha deliberato continuamente nuove misure, relative alle vendite allo scoperto di titoli, volte ad assicurare l'ordinato svolgimento delle negoziazioni e l'integrità dei mercati; nel dettaglio, la Commissione, ha ritenuto necessario, dato l'evolversi della situazione di mercato, assumere misure restrittive temporanee relative alle vendite allo scoperto, per evitare che manovre speculative possano avere per effetto una riduzione anomala dei prezzi delle azioni¹⁷:

¹⁶ Istituita con la legge 7 giugno 1974, n. 216, è un'autorità amministrativa indipendente, dotata di autonoma personalità giuridica e piena autonomia la cui attività è rivolta alla tutela degli investitori, all'efficienza, alla trasparenza e allo sviluppo del mercato mobiliare italiano.

¹⁷ Consob; Delibera n. 16652 Roma, 10 Ottobre 2008.

1. La vendita di azioni quotate nei mercati regolamentati italiani e ivi negoziate deve essere assistita dalla proprietà e disponibilità dei titoli da parte dell'ordinante al momento dell'ordine e fino alla data di regolamento dell'operazione.

2. Ai fini del punto che precede, non si considera utile la proprietà e la disponibilità dei titoli rivenienti da operazioni di prestito titoli in qualunque forma tecnica realizzate.

3. Le società di gestione dei sistemi di compensazione, liquidazione e garanzia adottano ogni misura per prevenire manovre speculative che possono avere per effetto una riduzione anomala dei prezzi delle azioni.

4. Gli aderenti ai mercati adottano tutte le misure e le cautele necessarie al più rigoroso rispetto delle prescrizioni che precedono anche quando trattano ordini provenienti da altri intermediari.

Tra il 2008 e il 2009, l'Autorità di vigilanza nazionale, che deve assicurare il corretto funzionamento dei mercati, ha continuato a emanare note che delimitavano l'operatività degli investitori che avevano intenzione di affacciarsi sul mondo dello *short selling*. A partire dal settembre 2008, a seguito dell'insolvenza di Lehman Brothers, i mercati finanziari hanno sperimentato eccezionali tensioni e volatilità; temendo che le vendite allo scoperto potessero contribuire ad acuire le tensioni sui mercati, le Autorità di vigilanza dei principali paesi hanno adottato una serie di misure volte a limitare, in diverso modo, la pratica delle vendite allo scoperto.

Nel contesto della predetta crisi, la Consob ha adottato, a partire dall'autunno 2008, una serie di provvedimenti volti a limitare e, in specifici casi, a vietare le vendite allo scoperto di azioni negoziate sui mercati regolamentati italiani.

In particolare, essa ha dapprima vietato le vendite allo scoperto¹⁸ di azioni di banche ed imprese di assicurazioni quotate nei mercati regolamentati italiani e ivi negoziate, qualora non assistite dalla disponibilità delle stesse da parte del venditore al momento dell'ordine e fino alla data di regolamento dell'operazione¹⁹.

Successivamente, l'autorità di vigilanza ha ristretto l'ambito di applicazione del divieto²⁰, stabilendo che la vendita di azioni delle suddette società dovesse essere assistita non solo dalla disponibilità, ma anche dalla proprietà dei titoli, chiarendo, quindi, che non era da considerarsi utile, ai fini del rispetto della norma, la disponibilità di titoli rivenienti da operazioni di prestito degli stessi, in qualunque forma tecnica realizzate.

¹⁸ Con delibera n. 16622 del 22 settembre 2008, entrata in vigore il giorno successivo.

¹⁹ Le vendite "allo scoperto": esperienze a confronto a cura di Giovanni Carotenuto, Of Counsel Orrick, Herrington & Sutcliffe. Novembre 2011

²⁰ Vedi delibera n. 16645 del 1° ottobre 2008, entrata in vigore in pari data.

In seguito, tale divieto è stato dapprima esteso a tutte le azioni quotate nei mercati regolamentati italiani ed ivi negoziate²¹ e poi confermato, tenuto anche conto dell'orientamento di altri Stati Membri dell'Unione Europea, per le sole azioni di banche ed imprese di assicurazione, nonché per quelle delle società oggetto di aumento di capitale, fissando per tutti gli altri emittenti quotati il solo divieto di vendite non assistite dalla disponibilità dei titoli oggetto di vendita²².

A distanza di pochi mesi, il divieto di *short selling* è stato ulteriormente modificato²³: in relazione a tutti i tipi di strumenti finanziari si è infatti circoscritto il divieto alle vendite non assistite dalla disponibilità degli stessi al momento dell'ordine, mentre per le azioni di società quotate in mercati regolamentati italiani ed ivi negoziate, oggetto di aumento di capitale, è stato mantenuto il regime precedente²⁴ (i.e. le stesse potevano essere vendute solo se nella disponibilità e proprietà del venditore al momento dell'ordine e fino alla data di regolamento dell'operazione)²⁵.

Con l'espandersi della crisi, la Consob, è intervenuta adottando una serie di provvedimenti restrittivi aventi natura temporanea, diversamente modulati a seconda delle condizioni di mercato. L'Autorità ha, infatti, di volta in volta rafforzato o alleggerito i vincoli all'attività di vendita allo scoperto per tenere conto dei mutamenti delle condizioni di mercato susseguirsi nel tempo. Con la Delibera n. 16971 del 28 Luglio 2009, in attesa di una decisione armonizzata a livello europeo, sono stati eliminati i vincoli temporanei all'attività di *short selling*, eccezion fatta per le azioni di società che avessero deliberato un aumento di capitale entro il 30 novembre 2009. A queste ultime società era stata inoltre data la possibilità di chiedere di essere escluse dall'applicazione di tali disposizioni (vedi Delibera n. 17034 del 14 Ottobre 2009). Il divieto di vendere allo scoperto azioni di società oggetto di aumenti di capitale non è stato ulteriormente rinnovato (vedi Delibera n. 17078 del 26 Novembre 2009)²⁶.

In data 27 maggio 2009, la Consob ha pubblicato un documento di consultazione (Position Paper) in tema di *short selling*, nel quale sono state individuate le diverse opzioni regolamentari potenzialmente idonee a disciplinare il fenomeno delle vendite allo scoperto in via permanente. La consultazione pubblica si è chiusa il 15 luglio. Nell'ambito della consultazione sono pervenute 12 risposte, pubblicate sul sito internet della Consob, che contengono osservazioni in merito alle ipotesi di regolamentazione individuate. Hanno inviato

²¹ Vedi delibera n. 16652 del 10 ottobre 2008, entrata in vigore il giorno stesso (e prorogata fino al 31 dicembre 2008 dalla delibera n. 16670 del 29 ottobre 2008).

²² Vedi delibera n. 16765 del 30 dicembre 2008, entrata in vigore il 1° gennaio 2009 (e prorogata fino al 31 maggio 2009 in forza delle delibere nn. 16781 del 29 gennaio 2009 e 16813 del 26 febbraio 2009).

²³ Con la delibera n. 16904 del 27 maggio 2009, entrata in vigore il 1° giugno 2009.

²⁴ Vedi delibere nn. 16971 del 28 luglio 2009 e 17078 del 26 novembre 2009, entrate in vigore, rispettivamente, il 1° agosto 2009 e il 1° dicembre 2009, nonché delibera 14 ottobre 2009, n. 17034, entrata in vigore il 15 ottobre 2009.

²⁵ Il divieto può tuttavia essere derogato su richiesta motivata, da presentarsi alla Consob da parte degli emittenti interessati.

²⁶ Position Paper Consob in tema di *Short Selling*. Esiti della Consultazione, 26 Novembre 2009.

commenti al Position Paper ABI, Assogestioni, Assonime, Assosim, Bloomberg, Borsa Italiana, ICFAS (Italian CFA Society), IMA (Investment Management Association), ISLA (International Securities Lending Association), due persone fisiche e un soggetto che preferisce rimanere anonimo.

Alla luce delle osservazioni ricevute dai partecipanti alla consultazione e realizzando un'attenta valutazione delle scelte che gli altri paesi intendono attuare, è essenziale giungere ad una soluzione regolamentare che non apra la strada a possibili arbitraggi, che non crei distorsioni e non incida sulla competitività dei mercati.

A tale proposito, l'obiettivo è quello di realizzare un'armonizzazione europea della disciplina sullo *short selling*; questo rende quindi opportuno allo stato attuale evitare di adottare iniziative regolamentari a livello nazionale che potrebbero non avere quel carattere di stabilità che si ritiene necessario per evitare eccessivi costi e incertezze al mercato.

Nel corso degli anni, la CONSOB, nel contrastare i fallimenti di mercato generati dalla pratica dello *short selling*, ha cercato di escludere opzioni regolamentari che determinassero costi superiori ai possibili benefici; in particolare, è stato analizzato l'effettivo impatto che la regolamentazione ha causato sui soggetti interessati, ammettendo l'attività dello *short selling* come portatrice di notevoli effetti positivi sui mercati (in termini di liquidità e di efficienza informativa dei prezzi, nonché parte integrante delle politiche di investimento e delle strategie di risk management degli operatori).

Gli operatori di mercato legati alla pratica delle vendite allo scoperto sottolineavano come, l'analisi empirica non evidenziasse realmente connessioni reciproche tra lo *short selling* e fenomeni quali l'eccessiva volatilità o la manipolazione del mercato condannando dunque esplicitamente quella durissima linea di divieto che è stata introdotta in Europa e nel mondo con l'arrivo della crisi finanziaria.

Sono state esaminate tutte le possibilità regolamentari in grado di portare il sistema verso un terreno più stabile e solido, insieme agli *stakeholder*²⁷ c'è stata una consultazione che ha influenzato l'Autorità verso decisioni sempre più efficienti per il mercato, sicure per gli investitori e giuste per il contesto.

L'introduzione di un *regime permanente di divieto*, è stato considerato inappropriato e troppo costoso per l'intero sistema, sotto tutti i punti di vista; l'uso dell'*uptick rule*, adottata già negli Stati Uniti, è stata bocciata a causa dei numerosi limiti che la nuova regola porterebbe all'interno dei mercati: una riduzione dell'efficienza e della liquidità dei mercati e il sostenimento di elevati costi di *compliance*²⁸ da parte degli operatori, a fronte di benefici incerti, soprattutto in mercati altamente frammentati, dove non vige la regola della concentrazione degli scambi.

²⁷ Portatori di interesse: Soggetti interessati particolarmente alla materia dello short-selling.

²⁸ Costi per verificare il rispetto di specifiche disposizioni impartite dal Legislatore.

Successivamente, si è studiata la possibilità di definire *obblighi di trasparenza* nei confronti del mercato, ma anche questa soluzione determinerebbe un notevole costo per tutti gli *stakeholder* legati all'operazioni di vendite allo scoperto. Questi i principali motivi²⁹:

- riduzione dell'attività di *short selling*, anche a causa di comportamenti opportunistici a danno degli short sellers (short squeeze), con effetti negativi sulla liquidità dei mercati e sull'efficienza del processo di formazione dei prezzi. La riduzione dell'attività di *short selling* potrebbe essere particolarmente rilevante nel primo periodo di entrata in vigore della nuova disciplina, a causa dell'esistenza di un consistente rischio legale e dei tempi necessari per adeguarsi alla normativa;
- amplificazione delle tendenze ribassiste sui prezzi dei titoli. La comunicazione al mercato di informazioni sull'ammontare delle vendite allo scoperto presenti sui titoli potrebbe spingere anche altri investitori a vendere i titoli, determinando ribassi eccessivi ed ingiustificati delle quotazioni. Questo rischio cresce quando al mercato sono comunicati i nomi dei detentori delle posizioni corte, a causa del cosiddetto *herding effect* (effetto gregge), qualora tali nomi indichino soggetti leader del mercato;
- *free riding*. Gli asset manager conducono analisi rigorose e costose per identificare i titoli sopravvalutati; la *disclosure* al mercato permetterebbe ad altri operatori di avvalersi dei risultati di queste analisi, senza averne sostenuto i relativi costi. Da ciò potrebbe risultare una minore convenienza a realizzare analisi sui titoli sopravvalutati;
- spostamento operatività in altri mercati. L'imposizione di misure di trasparenza potrebbe determinare uno spostamento dell'attività su altri mercati caratterizzati da un minor grado di trasparenza (mercato degli swap, in particolare dei credit default swap, o di altri strumenti derivati);
- informazioni inesatte o distorte. Un regime di trasparenza sulle vendite allo scoperto aggregate (attraverso un sistema di *flagging*) può diffondere al mercato informazioni inesatte, a causa della difficoltà per l'intermediario di verificare l'effettiva copertura di un'operazione di vendita richiesta da un cliente. Inoltre, un tale regime diffonde al mercato informazioni incomplete e potenzialmente fuorvianti sia perché si rendono note solo le posizioni corte e non anche le lunghe, sia perché non si distinguono le posizioni corte detenute per finalità di arbitraggio o di hedging da quelle motivate da aspettative ribassiste.

²⁹ Position Paper Consob in tema di *Short-Selling*. Esiti della Consultazione, 26 Novembre 2009.

Tutti questi motivi, insieme alle altre problematiche relative ai provvedimenti sulle operazioni di *short selling*, hanno condotto il regolatore a adottare una soluzione un po' più morbida, anche per andare incontro a tutti quei soggetti economici che hanno espresso nelle loro preferenze quella appunto di utilizzare un regime normativo più libero e aperto.

Si è giunti così all'applicazione di normative di *reporting* (comunicazioni all'autorità), a volte integrati anche da doveri di comunicazione al mercato dei dati aggregati. Quest'opzione è ritenuta da molti idonea ad agevolare l'individuazione di eventuali strategie manipolative volte ad indurre, in maniera artificiosa, trend ribassisti, da parte di coloro che hanno posizioni nette corte rilevanti su un titolo. Inoltre, dette opzioni permetterebbero al mercato di continuare a beneficiare degli effetti positivi dello *short selling*.

Viene riconosciuto dalla quasi totalità degli *stakeholder*, che la comunicazione all'Autorità di vigilanza dei dati sulle posizioni nette individuali rappresenti un importante “strumento conoscitivo di situazioni di tensione sui titoli e di analisi di comportamenti manipolativi³⁰”; tuttavia, i costi di implementazione del sistema sono considerati eccessivi e la completezza e correttezza delle informazioni dubbia. Borsa Italiana, unica tra i soggetti consultati, suggerisce quindi l'adozione di un regime di reporting avente ad oggetto le operazioni di prestito titoli, che si caratterizza per bassi costi di *compliance* e per un agevole *enforcement*³¹. Le informazioni sulle operazioni di prestito titoli potrebbero essere inserite nel *transaction reporting*.

Indipendentemente dalla opzione regolamentare preferita, tutti gli operatori economici, ritengono comunque indispensabile l'adozione di misure congiunte a livello europeo. Una regolamentazione armonizzata permetterebbe sia di evitare comportamenti elusivi dovuti ad arbitraggi regolamentari, sia di ridurre i costi di *compliance* a carico degli operatori che devono confrontarsi con regolamentazioni di diversa natura.

Con queste linee di pensiero, dopo il terribile shock causato subito dopo il propagarsi della crisi finanziaria, la CONSOB ha cambiato il suo *modus operandi* rivolgendosi a normative che facilitassero l'operatività e il corretto funzionamento di ogni intermediario finanziario che volesse approcciarsi col mondo delle vendite allo scoperto.

In questi termini, si esprime in maniera abbastanza chiara la Delibera del 10 Luglio 2011, riguardante le misure relative alla comunicazione delle posizioni nette corte su titoli azionari, che rappresenta un chiaro cambio di rotta nei provvedimenti emanati dall'Autorità di vigilanza nazionale in materia di *short selling*³²:

³⁰ Consultazione Borsa Italiana 26 Novembre 2009.

³¹ Azione di soggetti, soprattutto pubblici, volta ad assicurare il rispetto delle norme.

³² Delibera n. 17862; Misure relative alla comunicazione delle posizioni nette corte su titoli azionari. 10 Luglio 2011.

Considerata l'importanza, ai fini di assicurare l'integrità dei mercati e l'ordinato svolgimento delle negoziazioni, di una pronta informativa all'Autorità delle posizioni nette corte sui titoli azionari;

Considerato che in ambito comunitario sono in corso di approvazione regole armonizzate in materia di trasparenza e reporting delle posizioni nette corte su strumenti finanziari;

Considerate le misure attualmente in vigore in Francia, Repubblica Federale di Germania e Regno Unito, in materia di reporting delle posizioni nette corte su titoli azionari;

Considerate le eccezionali condizioni di mercato e, in particolare, l'elevata volatilità dei prezzi e l'andamento delle negoziazioni nelle sedute del 24 giugno e dell'8 luglio 2011;

Considerato che l'assenza in Italia di obblighi di comunicazione in materia di posizioni nette corte potrebbe acuire la pressione speculativa sui titoli negoziati sui mercati regolamentati italiani;

Ritenuto che per garantire l'ordinato svolgimento delle negoziazioni e la tutela degli investitori, sia necessario e indifferibile, tenuto conto dell'evolversi della situazione di mercato, introdurre temporaneamente obblighi di comunicazione alla Consob delle posizioni nette corte detenute su titoli azionari;

Delibera,

1. Coloro che detengono una posizione netta corta in relazione al capitale degli emittenti il cui mercato azionario principale sia un mercato regolamentato italiano, ne danno comunicazione alla Consob, quando tale posizione raggiunge o scende al di sotto delle soglie di comunicazione, in conformità alle istruzioni allegate.

2. Per soglie di comunicazione si intendono lo 0,2% del capitale dell'emittente e ogni successiva variazione pari o superiore allo 0,1%.

3. Le presenti disposizioni non si applicano all'attività posta in essere nello svolgimento della propria funzione, dai market maker nonché all'attività posta in essere nello svolgimento della propria funzione nei mercati regolamentati dagli specialisti, così come definiti nel Regolamento dei mercati organizzati e gestiti

da Borsa Italiana SpA, e da intermediari che operano in esecuzione di un contratto di liquidità (*liquidity provider*).

Le Misure relative alle vendite allo scoperto di titoli intraprese dalla Consob sono rivolte ad assicurare l'ordinato svolgimento delle negoziazioni e l'integrità dei mercati. L'art. 74, commi 1 e 3, del T.U.F. assegna alla Consob il compito di vigilare sui mercati regolamentati al fine di assicurare la trasparenza, l'ordinato svolgimento delle negoziazioni e la tutela degli investitori adottando, in caso di necessità e urgenza e per le finalità indicate, i provvedimenti necessari.

A ciò si aggiunga che l'art. 21, comma 1, lett. a), del T.U.F. richiede ai soggetti abilitati, nella prestazione dei servizi e delle attività di investimento e accessorie, di comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza, per servire al meglio l'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati.

Eppure, a distanza di anni dall'introduzione in Italia, l'adozione di un regime restrittivo alle operazioni di *short selling* sembra aver generato taluni effetti sulle performances dei titoli, nella misura in cui le analisi sui bid prices e sui volumi tendono a rilevare la presenza di anomalie di rendimento e volatilità³³.

Un risultato, quest'ultimo, che parrebbe rendere legittimi i dubbi sollevati da coloro, in gran parte *practitioners* (soggetti economici interessati), contrari alle politiche di contenimento dell'operatività di *short selling*.

Per giunta, l'opportunità di misurare l'impatto degli interventi dell'autorità di vigilanza sconta almeno due ordini di questioni:

i) la necessità di isolare gli effetti del fenomeno indagato (il divieto di *short selling*) dall'insieme di altri e contemporanei *confounding events* (si pensi al *panic selling* generato dalla crisi in generale³⁴ e dal crack Lehman in particolare³⁵);

³³ La crociata dei market regulators contro lo "short selling". Alcune riflessioni sui possibili interventi di vigilanza a difesa dei mercati e degli investitori; Luigi Scipione.

³⁴ Una motivazione spesso citata a supporto dei provvedimenti restrittivi delle vendite allo scoperto è la volontà di evitare fenomeni generalizzati di panic selling. In realtà, il panic selling non è provocato direttamente dalle vendite allo scoperto bensì da una forte caduta dei corsi azionari che – a sua volta – può generare comportamenti irrazionali da parte degli investitori. Le vendite allo scoperto, soprattutto se naked, e quindi non soggette neppure al vincolo dato dalla dimensione del mercato del prestito titoli, possono contribuire a provocare una rapida caduta dei prezzi azionari.

Pertanto, più propriamente, i divieti di vendita allo scoperto possono essere intesi come strumenti per evitare il *predatory trading*, ovvero comportamenti manipolativi dei prezzi in base ai quali un operatore – anticipando il comportamento di altri operatori – negozia strategicamente nella stessa direzione dell'altro, contribuendo in tal modo ad accentuare l'andamento del prezzo in una certa direzione.

³⁵ Sulla liceità delle vendite allo scoperto abbattutesi su Lehman's Brothers e successivamente su molte altre società del settore finanziario si nutrono fondati dubbi. Nel caso di specie, dopo aver chiesto di aprire posizioni corte, ribassiste su titoli bancari (tipo la Lehman), non si è provveduto a saldarle trascorsi tre giorni (secondo regolamento) dall'operazione.

In tal modo non si è consentito che l'operazione venisse annullata. Come è noto, infatti, esiste un principio di liquidazione delle posizioni rialziste e ribassiste che è successivo agli ordini che vengono immessi e che prende il nome di *settlement*, o saldo.

ii) la mancata uniformità tra i sistemi di vigilanza bancari e assicurativi domestici dei vari paesi (per cui le tensioni sui titoli bancari in alcuni mercati si sono manifestate come più intense rispetto ad altri).

A ciò si aggiunga che è possibile assumere posizioni corte su un titolo non solo vendendolo allo scoperto, ma anche ricorrendo all'utilizzo di strumenti derivati da cui scaturisce l'obbligo o la facoltà di consegnare lo strumento sottostante entro una certa data³⁶.

Pertanto, non essendo le misure restrittive italiane estese anche agli strumenti derivati, il ricorso al trading di opzioni (la vendita di opzioni call, l'acquisto di opzioni put) o futures (ma anche covered warrant e certificates) scritti sui titoli bancari ed assicurativi ha consentito comunque di assumere strategie di investimento ribassiste in grado di aggirare le restrizioni sulle vendite allo scoperto³⁷.

Nel prossimo capitolo analizzeremo nel dettaglio le reazioni dei vari regolatori mondiali alla crisi del 2007-09; in particolare, il loro comportamento che ha indotto a porre numerosi divieti di vendita allo scoperto. Questi provvedimenti, imposti in periodi differenti e riguardanti diverse tipologie di strumenti finanziari, presentano varie metodologie di applicazione e soprattutto svariati gradi di restrizione che rispecchiano il diverso comportamento delle autorità di vigilanza in un contesto globale.

Useremo questi diversi regimi di azione per evidenziare le reazioni e le risposte del mercato in termini di liquidità, asimmetrie informative ed efficienze di prezzo.

Confrontando le varie tecniche di regolamentazione giungeremo ad alcuni risultati empirici che mostreranno come, a volte, provvedimenti temporanei ma allo stesso tempo strutturali di questo tipo possono influenzare il mercato delle vendite allo scoperto.

In questa sede, si regola la valuta e si compensano le posizioni. Molti operatori vendendo transitare ordini ribassisti di importo elevato, si sono per così dire "accodati allo scoperto" innescando una irragionevole spirale ribassista che ha costretto il titolo sui minimi e poi verso il fallimento. Una turbativa di mercato che l'autorità di vigilanza (Sec) avrebbe dovuto individuare e sanzionare.

³⁶ Cfr. A. Beber e M. Pagano, *Reazioni sbagliate: il divieto di vendite allo scoperto*, 9 febbraio 2010, disponibile su lavoce.info. Sul punto v. pure U. Cherubini, *Debito più caro dopo gli stop tedeschi*, 21 maggio 2010, disponibile su lavoce.info, che giudica inappropriato e intempestivo l'intervento dell'Autorità di vigilanza tedesca: "La speculazione non è la causa della crisi, ma se si vuole attaccarla, meglio farlo senza discrezionalità e in modo trasparente: si tassino le vendite allo scoperto, i Cds nudi o vestiti. Almeno, il costo sarà immediatamente chiaro". Va sottolineato, infatti, che la speculazione su strumenti derivati si realizza in prevalenza comprando o vendendo strumenti senza essere in possesso del relativo sottostante. L'agire allo scoperto consente, a parità di rischio, di moltiplicare i rendimenti e la leva finanziaria.

³⁷ In tal senso v. R. Sabbatini, *La Consob blocca le vendite a breve*, in *Il Sole 24 Ore*, Finanza e mercati, 23 settembre 2008; Id., *Vendite allo scoperto. Dall'estero si può fare*, in *Il Sole 24 Ore*, 9 ottobre 2008. A rendere poco efficace il divieto di short selling è il fatto che esso non è sovranazionale, cioè non riguarda le borse europee nel loro complesso, ma i singoli mercati. Si tenga ben presente, inoltre, che le autorità di vigilanza hanno vietato non il "prestito titoli" ma la "vendita di titoli allo scoperto". È quindi possibile che un operatore venda titoli di un'istituzione finanziaria, di cui dispone in portafoglio, in qualità non di proprietario bensì di prestatario.

CAPITOLO II

DALLO “SHORT SELLING BANS” NEGLI ANNI DELLA CRISI AL REGOLAMENTO DEL 2012.

La maggior parte delle Autorità che vigilano sui mercati finanziari ha reagito alla crisi del 2007-09 imponendo particolari divieti o restrizioni sulle vendite allo scoperto. Questi improvvisi interventi, che si differenziavano tra i vari Paesi per intensità e durata, sono stati adottati per cercare di ripristinare il regolare funzionamento dei mercati ed evitare che la crisi sfociasse in una situazione ancor più drastica.

Un comunicato della SEC, che precedeva l'intervento di divieto sui mercati finanziari statunitensi, riassume nel migliore dei modi l'idea che governava gran parte dell'opinione pubblica in quegli anni;

“unbridled short selling is contributing to the recent sudden price declines in the securities of financial institutions unrelated to true price valuation”³⁸

Tuttavia, questi divieti, sono stati messi più volte in discussione, sia da alcune osservazioni teoriche, sia da alcuni casi empirici che hanno evidenziato come questi interventi restrittivi abbiano ridotto notevolmente la liquidità necessaria ad ogni mercato e anche l'efficienza di prezzo riferita ad ogni titolo finanziario.

Bisogna chiedersi, inoltre, se queste norme, oltre a danneggiare qualsiasi operatore di mercato per l'effettiva mancanza di liquidità procurata, abbiano effettivamente raggiunto l'obiettivo di stabilizzare i prezzi delle azioni nel bel mezzo della crisi finanziaria.

Alcuni professori e ricercatori, esperti di provvedimenti legislativi in campo finanziario, hanno cercato di capire in che modo e con quali conseguenze queste delibere, in un contesto altamente delicato sotto il punto di vista globale e enormemente significativo per quanto riguarda l'aspetto economico di quegli anni, abbiano modificato e indirizzato i mercati durante quel periodo così intenso della nostra storia.

In particolare, attraverso la raccolta di dati relativi a tutte le nuove disposizioni riguardanti le vendite allo scoperto nel corso della crisi, è stato possibile mettere in luce i risultati reali di queste politiche in termini

³⁸ “Queste continue operazioni di vendite allo scoperto stanno portando al recente e improvviso crollo dei prezzi dei titoli finanziari, questi non rispecchiano la valutazione effettiva dello strumento”.

economici: nel dettaglio sono stati considerati tre aspetti sui quali si fondano gran parte delle teorie di un mercato efficiente e ben strutturato.

- *Liquidità di mercato*
- *Velocità di reazione del prezzo (Efficienza di Prezzo)*
- *Prezzo del titolo*

Un'analisi congiunta dei provvedimenti riferiti allo *short selling* e differenziati da:

- I. Diversi periodi di introduzione per ogni Paese.
- II. Diversi ambiti di applicazione per quanto riguarda gli strumenti finanziari coinvolti (in alcuni casi solo asset riferiti ad intermediari finanziari o investitori istituzionali, in altri riferiti a tutte le tipologie di azioni).
- III. Diversi regimi restrittivi.

Hanno permesso di identificare in maniera affidabile e reale i risultati empirici di questi procedimenti confrontando attraverso una “*cross section*” i vari effetti verificatisi in ogni paese in risposta alle decisioni delle Autorità di Vigilanza. In questo modo, è stato anche più semplice non considerare gli altri interventi normativi specifici per ogni contesto nazionale che sono stati introdotti durante quegli anni.

Per questo particolare tipo di analisi strutturale, riferita ai provvedimenti adottati dalle diverse Autorità di Vigilanza durante quegli anni così delicati per il mondo della finanza globale, può essere di notevole aiuto il lavoro promosso dai professori Alessandro Beber e Marco Pagano con la pubblicazione di un articolo di straordinaria importanza sul “*The Journal of Finance*” nel Febbraio del 2013.

*“Short Selling Bans Around the World: Evidence from the 2007/09 Crisis”*³⁹

Attraverso lo studio su un campione di titoli azionari, l'obiettivo è quello di verificare l'influenza di queste politiche restrittive sulla liquidità del mercato ma anche sul livello dei prezzi in generale. Si tratta di un campione esaminato quotidianamente e riferito a 16.491 azioni in 30 paesi differenti in un periodo che va dal Gennaio 2008 al Giugno 2009. Per ogni nazione si determina se in questo determinato periodo è stato

³⁹ Alessandro Beber e Marco Pagano, *The Journal of Finance*; Febbraio 2013.

introdotto un divieto di vendite allo scoperto e, se questo è avvenuto, quando è stato applicato e a quali titoli finanziari fa riferimento.

I risultati giungono a conclusioni abbastanza significative; un aumento delle restrizioni riguardanti lo *short selling* durante gli anni della crisi ha portato ad una notevole riduzione della liquidità dei mercati, evidenziata soprattutto da un alto *bid-ask spread*. Inoltre, gli obblighi di *disclosure* (o obblighi di divulgazione) hanno mostrato un sostanziale aumento della liquidità sui mercati finanziari.

L'osservazione, continua indagando sulle tipologie di azioni che restano maggiormente colpite dal problema della liquidità dopo la delibera dei provvedimenti restrittivi; si sottolinea, dunque, come in contesti dove le piccole-medio imprese sono in gran numero, il problema della liquidità viene rappresentato in maniera abbastanza congiunta a tutte queste imprese che spesso non possono contare neanche sulla quotazione in mercati aperti al pubblico.

Per quanto riguarda invece l'efficienza dei prezzi e il livello dei prezzi in generale legato in particolare al rendimento degli asset finanziari, possiamo affermare che, attraverso questo studio, quello che viene fuori è un maggior rallentamento nelle reazioni dei prezzi (soprattutto quando vengono rese pubbliche notizie negative relative al titolo) ma soprattutto, viene evidenziata una neutralità di queste politiche che alla fine lasciano praticamente inalterato il livello di prezzo delle azioni considerate, senza garantire una maggiore performance dei corsi azionari (unica eccezione quella statunitense, ma in questo caso bisogna considerare anche le altre decisioni intraprese a quel tempo: per esempio salvataggi bancari e altre politiche che hanno favorito i rendimenti dei listini azionari)⁴⁰.

⁴⁰ Risultati presenti sugli studi analitici di Boehmer, Jones e Zhang; *Shackling Short Sellers: The 2008 Shorting Ban*, Working Paper, 2009.

2.1 Tre variabili esplicative

Per spiegare meglio quello che è successo durante quegli anni così terribili per qualsiasi istituzione finanziaria possiamo chiamare in causa tre variabili che facilitano la comprensione degli effetti di ogni politica adoperata dalle diverse autorità di vigilanza.

Liquidità

La maggior parte degli studi empirici effettuati finora dimostrano e restano coerenti all'idea di base secondo la quale qualsiasi tipo di divieto sulle vendite allo scoperto riduca significativamente la liquidità relativa a quel determinato strumento finanziario.

Alcuni hanno utilizzato una tecnica di *panel data* che serve per spiegare la differenza, in termini di liquidità e di efficienza di prezzo, tra le azioni che vengono colpite dal divieto e quelle che invece restano escluse da questo⁴¹. In questo modo si giunge alla conclusione che gli strumenti colpiti dalla restrizione vengono limitati attraverso un deterioramento della liquidità, spiegata attraverso *price impact* e bid-ask spread.

Queste conclusioni vengono condivise anche più tardi; quando vengono analizzate i 19 titoli oggetto del provvedimento negli Stati Uniti (*restriction naked short selling*) nel Giugno del 2008⁴² e anche nel Regno Unito quando, nel 2012, vengono scoperti più ampi bid-ask spread e una minore profondità di mercato riferita a quei titoli vietati che si contraddistinguevano in questo modo dagli altri strumenti sui quali non era stato stabilito il suddetto provvedimento⁴³.

Tornando al Paper oggetto del nostro lavoro, bisogna considerare che, l'analisi effettuata sui 30 Paesi che hanno preferito inoltrare delibere relative ai vincoli in tema di *short selling*, tiene conto dei diversi ambiti di applicazione dei divieti e soprattutto dei diversi periodi in cui questi sono entrati in vigore e anche quando sono stati revocati; questo evidenzia come abbia reagito ogni mercato di riferimento sotto il punto di vista della liquidità, ignorando dall'indagine qualsiasi altro evento o provvedimento di politiche specifiche ai Paesi considerati.

⁴¹ Gli studi di Boehmer, Jones e Zhang effettuati dal 18 Settembre all'8 Ottobre 2009 mostrano come rispondeva il bid-ask spread dei diversi titoli considerati.

⁴² Studi condotti Kolasinski, Reed e Thornock; *Can short restrictions result in more informed short selling ? Evidence from the 2008 regulations*, Financial Management, 2012.

⁴³ Analisi di Marsh e Payne; *Banning short sales and Market Quality: The UK's experience*, Journal of Banking and Finance, 2012.

Sulla velocità di adeguamento dei prezzi, il discorso può essere molto più uniforme e immediato. L'obiettivo del legislatore, infatti, era quello di evitare crolli dei prezzi ingiustificati rappresentati per esempio da bolle finanziarie o da un semplice effetto gregge (*herding effect*); a questo punto però il problema resta quello di un'asimmetria nella formazione dei prezzi.

Questo squilibrio nella ricezione di nuove informazioni all'interno del livello generale dei prezzi è dato sostanzialmente dalla limitazione nelle negoziazioni che devono sopportare gli operatori di mercato quando affrontato divieti di questo tipo.

In poche parole, un investitore che possiede notizie negative su un determinato titolo non potrà sfruttarle e, in questo modo, l'adeguamento del prezzo risulterà asimmetrico rispetto ad altri titoli finanziari liberi da qualsiasi restrizione.

Ulteriori ricerche hanno sottolineato questo particolare tipo di problematica legata agli interventi legislativi di quegli anni; analizzando 46 mercati azionari attivi nel mondo è stato evidenziato come adeguamenti di prezzo avvenivano ad una velocità superiore nei paesi dove non era stato applicato alcun divieto, questo implica dunque che in quei contesti dove si limita l'attività di vendita allo scoperto bisogna fronteggiare una minore efficienza di prezzo spiegata da una particolare asimmetria e da un evitabile ritardo nella formazione⁴⁴.

Queste conclusioni sono state riconfermate anche successivamente, quando sono state effettuate ulteriori indagini riguardanti l'argomento dei divieti sullo *short selling*: in particolare, come vedremo anche nel quarto capitolo dove viene esaminato un altro studio di fondamentale importanza per l'argomento oggetto di questo lavoro, viene riconosciuto che mercati liberi da ogni vincoli risultano più efficienti di altri⁴⁵, questo viene ancora una volta dimostrato da quella simmetria presente sui titoli coinvolti nella limitazione quando ci sono annunci o report aziendali periodici⁴⁶.

⁴⁴ Bris, Goetzmann and Zhu; *Efficiency and the bear: Short Sales and markets around the world*, Journal of Finance, 2007.

⁴⁵ Saffi e Sigurdsson, *Price efficiency and Short Selling*, Review of Financial Studies, 2011.

Boehmer e Wu, *Short Selling and the price discovery process*, Review of Financial Studies, 2012.

⁴⁶ Reed, *Costly short-selling and stock price adjustment to earnings announcements*, Working Paper, University of North Carolina, 2007.

La questione del sovrapprezzo dei titoli in presenza di una limitazione sul mercato dello *short selling* viene introdotta per la prima volta da Miller nel 1977; l'economista americano scoprì e dichiarò prima di tutti che in presenza di eventuali divieti sulle vendite allo scoperto, i prezzi tendono ad essere sopra il loro livello di equilibrio⁴⁷. Questa ipotesi è facilmente condivisibile se si pensa che con un particolare tipo di divieto gli investitori che non possiedono il titolo, ma che sono in possesso di informazioni negative su di esso, vengono esclusi da qualsiasi negoziazione. Il prezzo del titolo rifletterà quindi solo le decisioni degli operatori che possiedono realmente lo strumento finanziario; per questo motivo, in presenza di limitazioni, il prezzo risulterà sopra il suo livello intrinseco, mentre si abbasserà sotto il livello di equilibrio quando verranno annullati i divieti.

Questo modello, tuttavia, viene messo in discussione quando successivamente vengono introdotte le aspettative razionali degli investitori; questi, capendo che il divieto mette fuori causa i negoziatori esterni con informazioni negative, riaggiustano le loro valutazioni in modo da rendere abbastanza equilibrati i livelli dei prezzi dei titoli.⁴⁸

Se oltre alle aspettative razionali, poi, si considera anche l'avversione al rischio, allora si possono trarre diverse teorie. Una minore efficienza informativa dei prezzi, indotta dai divieti sulle vendite allo scoperto, conduce gli investitori avversi al rischio, soprattutto quelli che non possiedono informazioni rilevanti sul titolo, a richiedere un rendimento atteso più elevato e quindi in tal caso si arriverebbe a un più basso livello dei prezzi. D'altro canto, le restrizioni sullo *short selling* impediscono agli operatori avversi al rischio di coprire i loro rischi assumendo posizioni corte; questo effetto spinge verso l'alto la domanda dei titoli azionari spingendo ancor più su il prezzo⁴⁹.

Quindi, ammesso che gli operatori siano tutti avversi al rischio, l'effetto totale di una politica di divieto sulle vendite allo scoperto potrebbe rivelarsi un'arma a doppio taglio; maggiore infatti è il rallentamento nell'adeguamento del livello dei prezzi maggiore sarà la probabilità che il prezzo continuerà a scendere.

Alcuni modelli spiegano il perché di questo pericolo⁵⁰: le informazioni negative non rivelate, e accumulate nel corso del tempo dagli operatori che avrebbero voluto aprire una posizione corta nei confronti di un determinato strumento finanziario, potrebbero sfociare e rivelarsi totalmente quando il mercato inizia a calare; determinando così un ulteriore declino dei prezzi.

⁴⁷ Miller; *Risk, uncertainty and divergence of opinion*; Journal of Finance, 1977.

⁴⁸ Diamond e Verrecchia; *Constraints on Short-Selling and asset price adjustment to private information*; Journal of Financial Economics, 1987.

⁴⁹ Bai, Chang e Wang; *Asset prices under short sales constraints*, Working Paper, MIT Sloan School of Management.

⁵⁰ Hong, Harrison e Stein; *Differences of opinion, short-sales constraints and market crashes*, Review of Financial Studies, 2003.

Per quanto riguarda questa analisi, bisogna sottolineare che il caso degli Stati Uniti è abbastanza delicato e particolare in quanto, insieme alle politiche di restrizione in materia di *short selling*, gli americani hanno introdotto allo stesso tempo ulteriori azioni volte a salvaguardare il sistema finanziario; proprio per questo motivo risulteranno di notevole importanza i casi degli altri Paesi dove non sono stati intrapresi altri provvedimenti che potessero influenzare l'andamento di queste tre variabili descritte.

Facendo riferimento alle variazioni nei divieti tra i vari Paesi e soprattutto alle serie storiche di questi potremo realmente capire gli effetti di queste politiche sui mercati di quel periodo.

2.2 Evidenze Empiriche

I risultati qui mostrati sono caratterizzati da osservazioni giornaliere che evidenziano: livello del bid-ask spread, volumi delle contrattazioni riferite al titolo, tipologia di divieti delle vendite allo scoperto, date di introduzione e date di revoca. Si tratta di 17.040 titoli azionari riferiti a 30 Paesi (la maggior parte europei) osservato dal periodo che va dal primo Gennaio 2008 al 23 Giugno 2009.

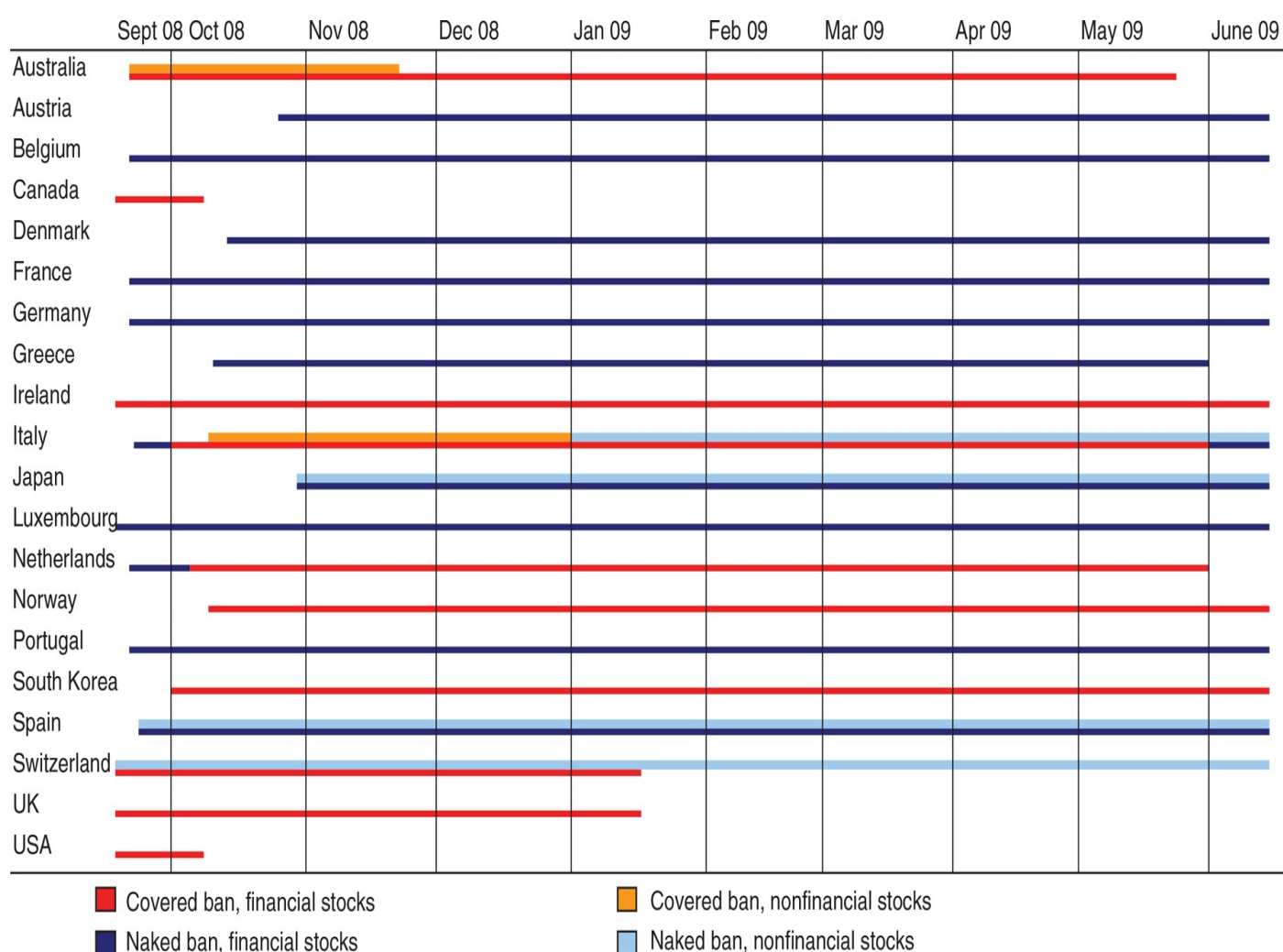
I dati per i prezzi Bid e Ask (misurati alla chiusura del mercato), i volumi e il numero di azioni in circolazione sono tratti da Datastream; il set di dati iniziale contiene 5.992.679 osservazioni riferiti ai giorni lavorativi del periodo considerato; per quanto riguarda le altre informazioni, queste provengono dai siti internet ufficiali delle varie Autorità di Vigilanza che operano nei vari paesi e da quello del *Committee of European Securities Regulators (CESR)*. In particolare, questi ulteriori dati, ci aiutano a identificare se l'azione restrittiva riguarda i titoli “*naked*” o quelli “*covered*”⁵¹.

⁵¹ Gruenewald, Seraina, Alexander F. Wagner e Weber; *Short selling regulation after the financial crisis*; International Journal of Disclosure and Regulation, 2010.

Country	Ban Start Date	Partial Ban Lift Date	Ban Lift Date	Scope of Ban	Disclosure	Duration ^a (Days)	Day/ Stock Observations	Day/ Stock Observations with Ban	Fraction of Day/ Stock Obs. with Ban	Number of Stocks on October 1, 2008	Number of Stocks with Ban on October 1, 2008
Australia	September 22, 2008	November 18, 2008	May 25, 2009	All stocks	All stocks	245	357,003	58,594	16.4%	956	956
Austria	October 26, 2008			Financials	Financials	240	31,094	660	2.1%	89	
Belgium	September 22, 2008			Financials	Financials	274	47,479	1,084	2.3%	120	6
Canada	September 19, 2008			Financials	All stocks	19	385,912	154	0.0%	1,136	11
Czech Rep.			October 8, 2008	No ban			9,113		0.0%	25	
Denmark	October 13, 2008			Financials		253	60,408	7,099	11.8%	171	–
Finland				No ban			52,343		0.0%	145	
France	September 22, 2008			Financials	Financials	274	269,636	3,454	1.3%	719	19
Germany	September 20, 2008		June 1, 2009	Financials		276	318,318	2,124	0.7%	845	12
Greece	October 10, 2008			All stocks	All stocks	234	102,822	41,217	40.1%	273	
Hong Kong				No ban			403,900		0.0%	1,058	
Hungary				No ban	All stocks		11,283		0.0%	31	
Ireland	September 19, 2008			Financials	Financials	277	17,343	736	4.2%	50	4
Israel		January 1, 2009	June 1, 2009	No ban			55,858		0.0%	170	
Italy	September 22, 2008 ^b			Financials, then all		252	138,240	63,704	46.1%	360	53
Japan	October 30, 2008			All stocks	All stocks	236	776,840	362,625	46.7%	2,294	2,294
Luxembourg	September 19, 2008			Financials		277	11,588	2,231	19.3%	41	18
Netherlands	September 22, 2008		June 1, 2009	Financials	Financials	252	32,546	1,242	3.8%	117	8
New Zealand				No ban			30,382		0.0%	102	
Norway	October 8, 2008			Financials		257	73,303	1,945	2.7%	227	
Poland				No ban			24,485		0.0%	79	
Portugal	September 22, 2008	June 1, 2009		Financials	All stocks	274	17,277	1,311	7.6%	53	9
Singapore				No ban			144,116		0.0%	426	
Slovenia				No ban			7,044		0.0%	21	
South Korea	October 1, 2008			All stocks		265	208,199	98,592	47.4%	616	616
Spain	September 24, 2008		January 16, 2009	All stocks	Financials	272	64,112	30,137	47.0%	173	173
Sweden				No ban			98,102		0.0%	309	
Switzerland	September 19, 2008			Financials		119	128,907	56,181	43.6%	381	381
United Kingdom	September 19, 2008			Financials	Financials	119	575,811	2,188	0.4%	1,826	33
United States	September 19, 2008		October 8, 2008	Financials	All stocks	19	1,539,215	10,015	0.7%	4,253	776
Totals							5,992,679	745,293	12.4%	17,066	5,369

La tabella definisce la struttura del *data set* preso in considerazione. In particolare, il 12.4% del totale delle osservazioni si riferisce a titoli caratterizzati da un divieto sullo *short selling*; a partire dal primo Ottobre 2008 (quando la maggior parte dei divieti era in vigore), la percentuale di azioni influenzate da un regime restrittivo sulle vendite allo scoperto sale al 31.5%. Tuttavia, questi numeri variano notevolmente in relazione al paese considerato.

Questi dati, inoltre, mostrano che, solitamente, vicino a questi limiti di compravendita legati a particolari strumenti finanziari vengono emanati altri provvedimenti relativi alla *disclosure*; obblighi informativi, infatti, sono stati definiti in quegli anni per cercare di contenere ulteriormente la spirale negativa dei prezzi. Tali informazioni devono essere divulgate all'Autorità di Vigilanza corrispondente o all'intero mercato quando vengono superate determinate soglie (generalmente lo 0.25%) su posizioni corte.



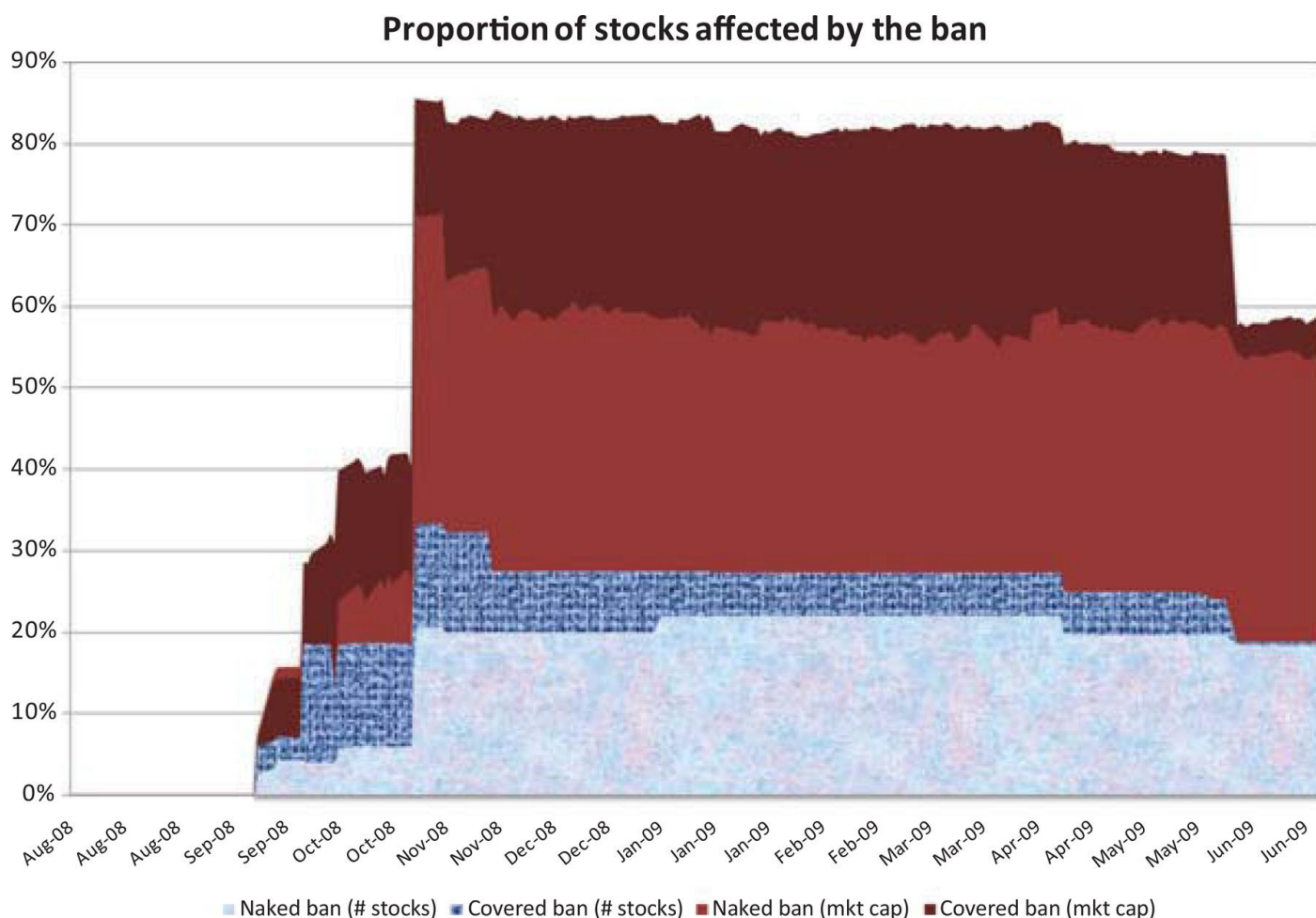


Figura 2 Percentuale totale di azioni soggette al divieto di vendite allo scoperto: gli istogrammi più scuri mostrano la capitalizzazione di mercato delle azioni affette dal vincolo di divieto, relativamente alla capitalizzazione di mercato totale; quelli più chiari, invece, plottano la percentuale di titoli limitati dal divieto relativamente alla porzione di azioni del campione considerato per queste evidenze empiriche.

Gli ultimi due grafici proposti mostrano ulteriori differenze nei regimi restrittivi adottati dai vari Paesi nel periodo che va dal Settembre 2008 al Giugno 2009.

Il primo grafico mostra i periodi nei quali sono stati attuati questi interventi da parte del regolatore, nel dettaglio le varie linee individuano le azioni vincolanti sui titoli finanziari e non, inoltre evidenziano la distinzione tra *covered* e *naked ban*.

Questi dati possono risultare di notevole importanza in quanto rispecchiano la diversità di azione nei rispettivi contesti, ma anche la considerevole varietà di politiche adottate in un arco temporale abbastanza ristretto nello stesso Paese (l'esempio per eccellenza si evince soprattutto nel caso dell'Italia).

La *figura 2*, evidenzia un ulteriore aspetto del regime restrittivo adottato durante gli anni della crisi nei vari Paesi del mondo.

Questa rappresenta le porzioni di titoli soggette al divieto ma divisi secondo la classificazione *naked* o *covered*.

L'aspetto interessante si evince dall'andamento delle restrizioni adottate; i titoli vincolati sono passati dallo 0% a circa il 20% nel solo mese di Settembre, ad Ottobre si è superata la soglia del 30%, poi questa è scesa di nuovo in maniera graduale intorno al 20% nei successivi 8 mesi.

Un altro dato significativo che viene mostrato è quello riguardante i provvedimenti che hanno condizionato le posizioni *covered e naked* durante quei giorni così turbolenti; all'inizio si nota che i divieti sulle posizioni "coperte" superano quelle *naked*, ma poi, col passare del tempo, si può osservare che i provvedimenti prendono di mira le operazioni cosiddette "nude".

Una caratteristica fondamentale, che emerge chiaramente da questi dati mostrati finora, è la diversa modalità di attuazione delle norme che regolano i vincoli sulle operazioni di vendita allo scoperto.

Queste le principali differenze che si possono individuare tra i vari Paesi aderenti a queste restrizioni:

- Diverse date di applicazione del divieto (la Spagna è intervenuta, per esempio, dopo gli Stati Uniti).
- Diverse date di annullamento del divieto (gli Stati Uniti e il Canada furono i primi a rimuovere questo particolare tipo di vincolo).
- Alcuni Paesi hanno deciso di non applicare alcun regime di divieto (Ungheria e Slovenia sono un esempio).
- Queste norme in alcuni casi interessano solo strumenti finanziari emessi da intermediari (stiamo parlando degli interventi negli Stati Uniti e nella maggior parte dei paesi europei) in altri contesti, invece, riguardano tutte le azioni scambiabili sul mercato (è il caso di Giappone, Australia, Corea del Sud e Spagna).
- Un'altra evidente differenziazione è la caratteristica del divieto in termini di *naked o covered position*.

Tutti questi studi, possono rappresentare il fulcro principale per mettere in luce le conseguenze delle azioni dei vari legislatori durante quegli anni; molte ricerche e approfondimenti sono basati soprattutto sul caso degli Stati Uniti (furono i primi ad applicare e a revocare il divieto, la SEC inoltre decise di limitare solo gli strumenti finanziari più "pericolosi" lasciando libertà di compravendita sugli altri titoli azionari) mentre con queste ulteriori informazioni è possibile costruire un'opinione più larga, riferita a maggiori contesti, in un'ottica sicuramente più globale e completa.

Il principale obiettivo di questa ricerca è, quindi, quello di sfruttare la variazione internazionale delle politiche adottate in termini di divieto sullo *short selling* per identificare gli effetti reali sui diversi contesti.

In particolare, si cerca di esaminare come vengono influenzati alcuni fattori caratterizzanti il mercato e la reazione degli strumenti finanziari affetti da questi regimi restrittivi.

Per effettuare questo specifico tipo di studio si prendono in esame le tre grandezze citate precedentemente: si cattura l'effetto del divieto sulla liquidità dello strumento finanziario in termini di *bid-ask spread*, la velocità informativa dei prezzi in termini di capacità di reazione del titolo ad eventuali notizie o eventi, il sovrapprezzo delle azioni durante l'effettiva applicazione del vincolo.

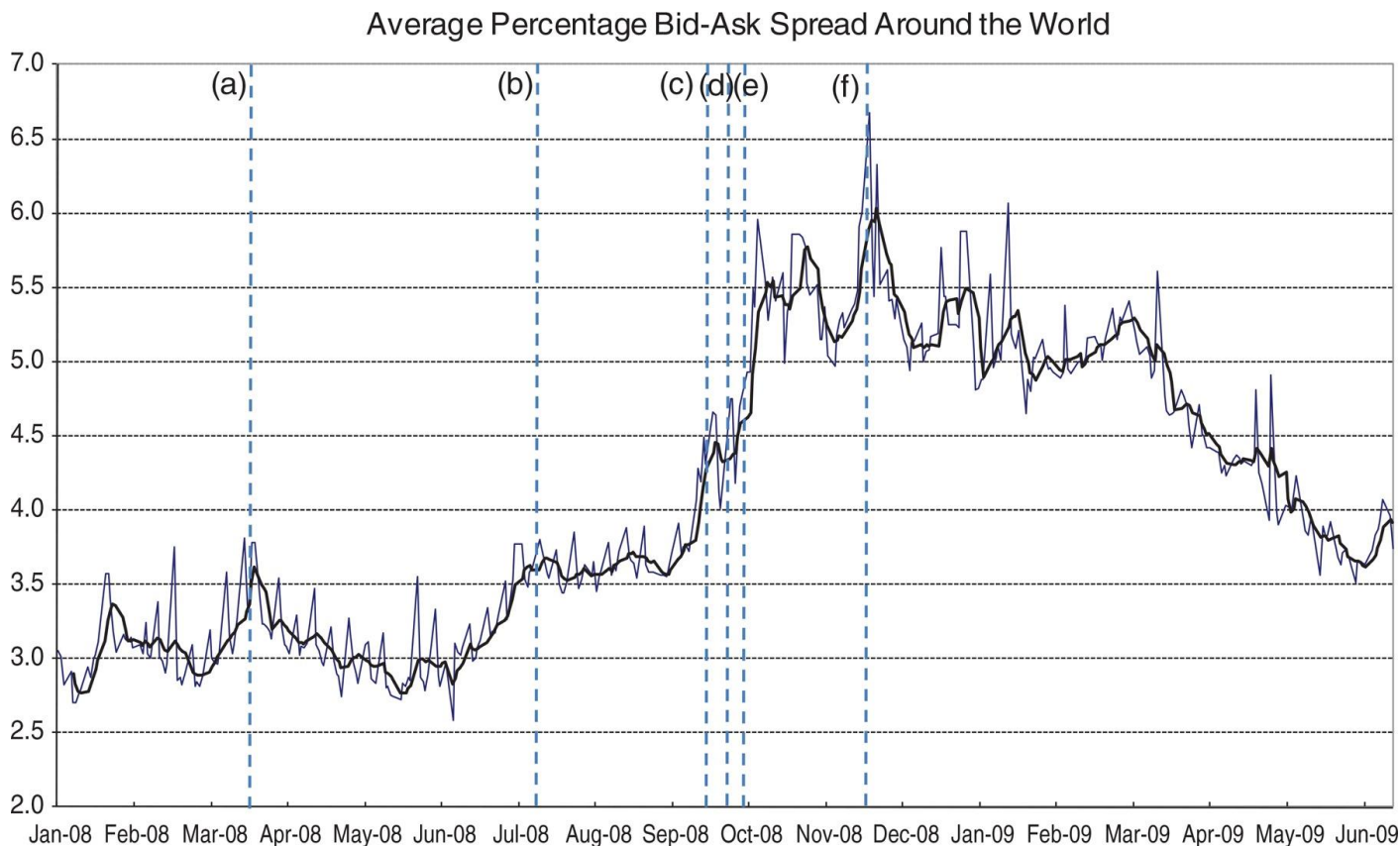
Vicino a questi dati così significativi riguardanti le decisioni normative nei vari contesti internazionali, le reazioni del mercato a queste politiche e le effettive conseguenze dopo l'annullamento di questi regimi, ci sono ulteriori informazioni che possono accompagnare e approfondire ulteriormente la nostra analisi empirica nel corso di quegli anni.

I grafici proposti nelle pagine precedenti mostravano gli effetti e le applicazioni delle decisioni prese dai vari regolatori e riferite a particolari tipologie di operazioni legate a questo divieto. Nello specifico, nella nostra analisi, esistono alcune variabili che servono ad individuare il grado di restrizione del provvedimento normativo; quello più leggero e standard vieta solamente le vendite allo scoperto *cosiddette nude* (senza la garanzia di titoli), quello più vincolante e rigido riguarda invece anche le posizioni allo scoperto *covered* (coperte cioè dalla reale presenza di titoli). Se in un determinato Paese è stata applicata la normativa di divieto solamente in termini di "*naked position*" allora vorrà dire che le vendite allo scoperto *covered* sono ancora possibili.

Un'altra variabile che serve a definire il grado di restrizione del provvedimento è quella relativa all'obbligo di *discolosure*; riferita alle posizioni corte che devono essere rivelate quando queste superano determinate percentuali in termini di capitalizzazione.

2.3 Liquidità di Mercato

Esaminiamo adesso l'impatto di questi divieti riguardanti le vendite allo scoperto sulla liquidità di mercato. Un'ottima dimostrazione empirica potrebbe essere il livello del *bid-ask spread* misurato prima, durante e dopo l'applicazione del provvedimento normativo.



Questo grafico mette in relazione il bid-ask spread con alcuni eventi chiave che hanno caratterizzato principalmente i mercati finanziari durante il biennio 2008/09. La linea più sottile rappresenta il valore giornaliero del bid-ask spread osservato, la linea in grassetto, invece, evidenzia la media mobile a 5 giorni del bid-ask spread medio calcolato tra i vari paesi nel mondo; le lettere invece indicano i seguenti eventi:

- a) 16 Marzo 2008: Crollo di Bear Stearns.
- b) 11 Luglio 2008: Fallimento di IndyMac.
- c) 15 e 16 Settembre 2008: Fallimento di Lehman Brothers e annuncio di salvataggio di AIG.
- d) 29 Settembre 2008: Rifiuto del provvedimento Emergency Economic Stabilization Act (EESA)
- e) 3 Ottobre 2008: Viene adottato il provvedimento EESA.
- f) 23 Novembre 2008: Annuncio di salvataggio di Citibank.

La figura dimostra un'enorme correlazione tra il bid-ask spread osservato durante quel periodo e gli eventi cruciali che hanno caratterizzato la crisi finanziaria negli Stati Uniti: tutti i picchi evidenziati, infatti, coincidono con questi episodi.

I divieti sulle vendite allo scoperto sono stati introdotti a seguito delle terribili notizie sullo stato delle banche degli Stati Uniti nel Settembre del 2008; osservando nuovamente la prima tabella notiamo come nella maggior parte dei paesi il vincolo è stato adottato a partire dalla seconda metà di settembre. Questo poi è stato revocato in alcune aree, mentre in altre è rimasto fino a Giugno 2009. Volendo legare tra loro la tabella degli interventi normativi legati al divieto di *short selling* e quest'ultimo grafico, possiamo sottolineare come la variabile del *bid-ask spread* in alcuni casi riflette i suoi picchi con le applicazioni di questi vincoli legislativi, mentre in altri questa dipende totalmente da altre politiche o da specifici eventi che contraddistinguono il contesto dei mercati finanziari in quel periodo.

Country	Percentage Bid-Ask Spread for Stocks with Ban			Ratio of Bid-Ask Spread for Stocks with Ban		Percentage Bid-Ask Spread for Stocks without Ban			Ratio of Bid-Ask Spread for Stocks without Ban		
	Before (1)	During (2)	After (3)	During/before (4)	During/after (5)	Before (6)	During (7)	After (8)	During/before (9)	During/after (10)	
Total bans:											
Australia ^a	3.3333	5.2632***	4.7244	1.58	1.11						
Italy ^{b,c}	0.5721	2.7682***		4.84							
Japan	0.6006	0.6976***		1.16							
South Korea ^d	0.4494	0.5249***		1.17							
Spain	0.5840	0.9611***		1.65							
Switzerland ^e	1.1599	1.5267***		1.32							
Partial Bans:											
Austria	0.2949	0.4807***		1.63		1.4500	1.4815***		1.02		
Belgium	0.2791	0.5239***		1.88		1.0929	1.7391***		1.59		
Canada	0.1877	0.6243***	0.3667	3.33	1.70	1.6901	3.3426***	3.9216	1.98	0.85	
Denmark	1.9169	3.7736***		1.97		1.7493	2.3904***		1.37		
France	0.2946	0.6024***		2.04		1.4907	2.1108***		1.42		
Germany	0.2870	0.6764***		2.36		3.0457	4.1885***		1.38		
Ireland	0.4186	1.4047***		3.36		3.4782	5.9572***		1.71		
Netherlands ^f	0.2216	0.5144***		0.3302	2.32	1.56	0.8734	1.0292***	1.1959	1.18	0.86
Norway	2.1352	3.6433***			1.71		2.1201	3.3149***		1.56	
Portugal	0.4525	0.9479***			2.09		0.8608	1.3245***		1.54	
United Kingdom	0.1429	0.4619***		0.2930	3.23	1.58	4.6205	8.0101***	8.0000	1.73	1.00
United States	0.4904	1.6814***		0.9050	3.43	1.86	0.2793	0.4310***	0.4158	1.54	1.04
Average	0.7081	1.4248		1.1166	2.27	1.50	1.8411	2.8468	2.9934	1.49	0.99

La tabella fornisce il valore mediano del *bid-ask spread* prima, durante e dopo il divieto, diviso per ogni Paese di riferimento. In questo campione esistono contesti dove il divieto è applicato a tutte le azioni, ma anche altri dove il divieto riguarda solo le azioni emesse prettamente da intermediari. Per i Paesi che hanno adottato un divieto totale, relativo a tutti gli strumenti finanziari, le colonne numero 6, 7, 8, 9 e 10 sono vuote perché nessuna azione può sfuggire al provvedimento⁵².

⁵² In Italia, il divieto inizialmente adottato solo per azioni emesse da intermediari e riguardante solo posizioni corte *naked*, è stato poi esteso anche a tutti gli altri strumenti finanziari comprese anche le posizioni *covered*. Nel 2009 è stato nuovamente reindirizzato solo per posizioni "nude". Il valore mediano del *bid-ask spread* durante il divieto di *short selling* riguarda le azioni emesse da intermediari, mentre per le altre azioni il valore considera i divieti *naked* e *covered* applicati in periodi diversi.

Le statistiche descrittive riportate nella tabella, quindi, evidenziano il deterioramento della liquidità che i divieti sulle vendite allo scoperto hanno causato sui mercati finanziari dei paesi presi in considerazione per questa nostra analisi.

In particolare, le prime 3 colonne, mettono in luce gli effetti dilatatori sul valore mediano del *bid-ask spread* mentre erano in vigore questi particolari vincoli; la colonna 4, invece, ci dice che il valore del differenziale bid e ask, durante l'adozione del provvedimento, è cresciuto mediamente (per tutti i paesi che hanno intrapreso queste politiche e che sono state considerate nel campione) di 2.27 volte rispetto al valore calcolato prima di queste normative restrittive⁵³, il dato successivo spiega, inoltre, che il *bid-ask spread* durante il divieto è stato in media 1.5 volte superiore al suo livello calcolato quando questi provvedimenti sono stati annullati.

Tuttavia, bisogna considerare, che gli anni nei quali questo divieto è stato imposto hanno rappresentato un periodo molto turbolento e buio dei mercati finanziari; proprio per questo motivo, si può evincere una media comunque alta anche per i *bid-ask spread* caratterizzanti strumenti finanziari che non sono stati soggetti ad alcun provvedimento restrittivo.

Queste teorie vengono confermate dalle ulteriori cifre che la tabella propone: il periodo difficile dei mercati finanziari, infatti, si evince anche nella colonne 6, 7 e 8 dove viene mostrato un livello comunque alto del differenziale bid-ask.

Un chiaro esempio potrebbe essere il caso degli Stati Uniti; nella colonna 4 si evince un aumento del *bid-ask spread* di circa il 243% per i titoli affetti da divieto, gli altri strumenti, invece, hanno visto aumentare il loro spread del 54% nonostante fossero esclusi dal regime restrittivo sullo *short selling* che teneva banco durante quel periodo così delicato.

Un'ulteriore analisi è stata effettuata per evidenziare ancora meglio la correlazione tra *bid-ask spread* e i divieti sulle vendite allo scoperto quando si adottano diverse politiche restrittive, quando vengono limitati diversi titoli finanziari o quando esistono altre variabili che determinano quel periodo sotto il punto di vista finanziario.

La tabella successiva, in particolare, confronta il livello di *bid-ask spread* quotato sui vari mercati con le tre tipologie di divieto discusse prima: divieto sulle posizioni *naked*, divieto sulle posizioni coperte (*covered*), obblighi di *disclosure*.

⁵³ E' cresciuto addirittura più di 3 volte in Canada, Irlanda, Regno Unito, Italia e Stati Uniti.

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
Countries	All	All	All	All	Partial Bans	Partial Bans	Partial Bans
Constant	3.93*** (1993.65)	3.76*** (749.94)	4.97*** (3290.72)	4.90*** (3092.86)	4.20*** (997.52)	0.0005*** (3.71)	0.71*** (42.76)
Naked ban	1.28*** (76.04)	0.86*** (6.50)	0.89*** (29.31)	0.90*** (29.60)	2.43*** (20.06)	0.23*** (3.99)	0.56*** (2.82)
Covered ban	1.98*** (150.74)	2.14*** (14.84)	1.63*** (57.44)	1.63*** (57.61)	2.75*** (24.75)	0.46*** (2.39)	1.19*** (3.66)
Disclosure	-0.65*** (-37.84)	-0.27** (-1.84)	-0.37*** (-11.54)	-0.37*** (-11.59)	-1.79*** (-15.10)	-0.50*** (-2.25)	-0.55* (-1.75)
Volatility				0.99*** (35.84)	-0.36*** (-14.65)		
Day fixed effects	No	No	No	No	No	Yes	Yes
Stock-level or pair-level(+) fixed effects	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes ⁺
AR(1) disturbances	No	No	Yes	Yes	No	No	No
Methodology	Panel	Panel	Panel	Panel	Panel	Panel	Matching
Number of observations	5,143,173	878,279	5,126,682	5,124,349	3,188,903	3,188,903	45,588
Included stocks	All	Financials	All	All	All	All	All
Number of stocks (pairs in column 7)	16,491	2,718	16,456	16,452	10,253	10,253	1,566

Le stime mostrate nella prima colonna, mostrano che il divieto di *short selling* applicato a posizioni *naked* è associato ad un aumento del *bid-ask spread* dell'1.28%, mentre il regime più stringente, che vieta anche le posizioni cosiddette *covered*, causa di un aumento di circa il 2% sul differenziale “denaro-lettera”.

Un aspetto da tenere sicuramente in considerazione, inoltre, è quello riguardante la correlazione negativa tra il differenziale *bid-ask* e gli obblighi informativi che gli investitori devono obbligatoriamente divulgare quando assumo determinate percentuali di posizioni corte. Nello specifico, il coefficiente in tabella, indica che l'obbligo di *disclosure* comporta una riduzione dello 0.65% del *bid-ask spread*; questo ci porta ad immaginare che l'obbligo di comunicazione alle autorità possa portare notevoli benefici in termini di “*adverse selection*” e contenere gli eccessivi movimenti speculativi degli investitori che, conoscendo questi doveri di informazione, negoziano in modo molto meno aggressivo le loro informazioni negative.

Questi dati sono stati ottenuti attraverso una regressione lineare basata sul metodo dei minimi quadrati ordinari.

Con lo stesso metodo, nella seconda colonna, viene effettuato lo stesso lavoro, stavolta però considerando solo gli strumenti finanziari emessi da intermediari. Questa ulteriore indagine potrebbe risultare di notevole importanza, dal momento che questi divieti sono stati applicati e revocati in ogni Paese in situazioni e periodi differenti; inoltre, in alcuni contesti questi titoli non erano limitati da alcun vincolo di negoziazione.

Queste cifre riconfermano la correlazione positiva tra i divieti sugli strumenti emessi e il *bid-ask spread*; nei dettagli, si può notare, come, per quanto riguarda le posizioni covered, la variazione percentuale sul differenziale risulta abbastanza vicina a quella calcolata nel campione complessivo di titoli, mentre quella basata sui titoli “nudi” risulta significativamente più piccola rispetto a quella della prima regressione.

Nelle due colonne successive viene effettuata un’ulteriore indagine modificando gli input per la tabella e cercando di dare un’ulteriore rappresentazione delle 3 variabili usate come vincoli per le vendite allo scoperto. In particolare, nella terza colonna, viene effettuata la stessa analisi della prima colonna, considerando tutti gli strumenti finanziari soggetti al vincolo ma aggiungendo un modello lineare autoregressivo del primo ordine che tenga conto dell’errore di analisi e soprattutto pronto a descrivere un processo stocastico che cambia nel tempo come quello del *bid-ask spread*: i coefficienti, rispetto alla prima colonna, si riducono ma rimangono comunque considerevolmente diversi da zero.

La colonna 4, invece, amplia e allarga la stima introducendo il concetto di volatilità (misurata come deviazione standard dei rendimenti sugli ultimi 20 giorni di contrattazione)⁵⁴ tra le variabili esplicative; i risultati dimostrano percentuali praticamente identiche a quelle della colonna precedente, ma sottolineano anche la positività del coefficiente di volatilità che in pratica associa ad un aumento del rischio un maggior livello del differenziale *bid-ask*.

Nelle colonne successive, per ottenere una stima più nitida, sono stati considerati solo i 12 paesi che hanno applicato il divieto esclusivamente a titoli emessi da intermediari finanziari.

Facendo questo confronto con le cifre ricavate nelle colonne precedenti, si evince un dato di assoluta importanza che dimostra un altro importante aspetto sugli effetti dei divieti sullo *short selling*: in questo campione più piccolo, il vincolo restrittivo, impatta in maniera molto più forte sul livello di liquidità espresso dal *bid-ask spread*, si ha infatti un aumento percentuale molto più rilevante rispetto ai casi mostrati prima, inoltre, considerando la variabile della *discolosure*, si evidenzia una maggiore riduzione dello spread rispetto a quella definita precedentemente sulle altre colonne. In poche parole, in questo campione di paesi che hanno

⁵⁴ Sperimentando una volatilità stimata su un orizzonte temporale più lungo (40 o 60 giorni) possiamo notare che i risultati sono praticamente gli stessi.

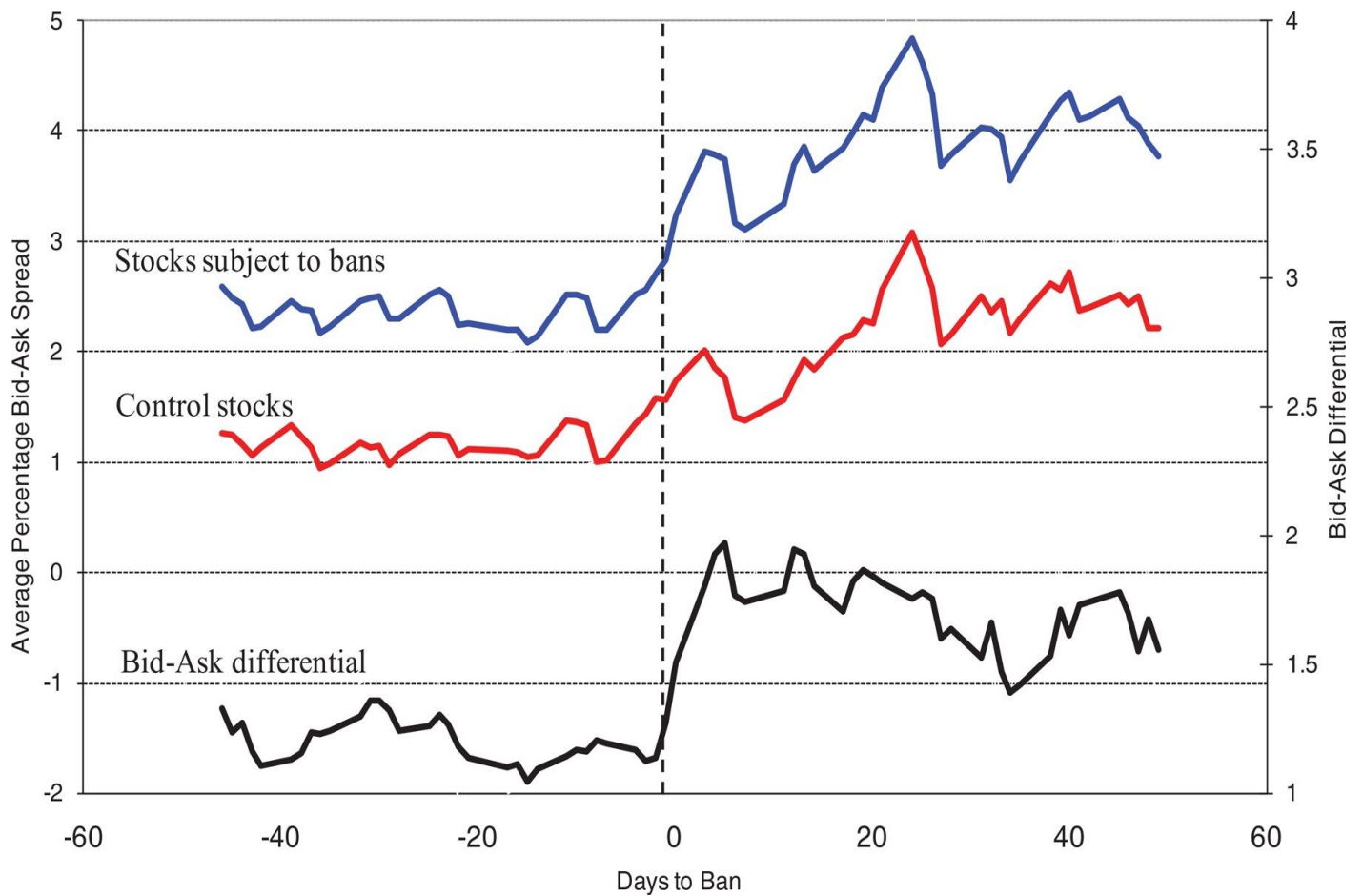
preferito limitare solo determinati titoli finanziari e non applicare una normativa generale su tutti gli strumenti, viene dimostrato un'influenza molto più significativa sulla liquidità di quei determinati titoli.

Tuttavia, un'altra ipotesi da considerare è quella secondo la quale, nella tabella, l'impatto dei divieti sulle vendite allo scoperto venga influenzato da osservazioni molto lontane dall'effettiva applicazione di queste norme.

Per ovviare a questo possibile problema, nell'ultima colonna viene costruita un'analisi basata solo sui paesi che hanno applicato una restrizione parziale ma considerando come arco temporale che comprenda i 50 giorni precedenti all'emanazione, il periodo di vita del provvedimento e infine i 50 giorni successivi all'annullamento del divieto.

Per eseguire questo particolare tipo di indagine, è stata abbinata ad ogni azione affetta dal divieto di *short selling* un altro strumento esente da questo vincolo, negoziato nello stesso paese e vicino in termini di capitalizzazione e di prezzo unitario⁵⁵. La figura successiva mostra il lavoro effettuato considerando tre livelli di *bid-ask spread* contemporaneamente: il primo si riferisce alle azioni colpite dal provvedimento normativo, il secondo a quelle esenti da questo divieto, il terzo rappresenta invece il differenziale tra i due e si può facilmente notare come questo tende ad accentuarsi dopo l'effettiva applicazione della restrizione.

⁵⁵ Boehmer, Jones e Zhang; *Shackling short sellers: The 2008 Shorting Ban*, Working Paper, 2009.



E' stato ampiamente evidenziato in questa sezione, dunque, come l'effetto di un divieto di vendita allo scoperto possa influenzare la liquidità di mercato sotto molteplici aspetti, in modo diverso e spesso anche considerando altre variabili specifiche del contesto.

Meno ambigua, però, sarà l'indagine effettuata sulla reazione dei prezzi dei titoli affetti da divieto; nei dettagli, si mostrerà, come, escludendo dalle compravendite gli investitori che possiedono informazioni negative su quel determinato strumento, la velocità di cambiamento del prezzo dell'azione diminuirà in maniera consistente, ovviamente questo deficit colpirà maggiormente i mercati ribassisti.

2.4 Price Discovery

Per testare questa ipotesi, viene effettuata una regressione lineare sul modello di mercato in cui ogni rendimento settimanale, riferito ad ogni azione, viene sovrapposto all'indice di mercato nazionale di riferimento da Gennaio 2008 a Giugno 2009. La scelta dell'orizzonte temporale settimanale garantisce il giusto equilibrio tra robustezza dei dati e informazione distribuita⁵⁶. Partendo dal presupposto che il divieto dovrebbe rallentare l'assorbimento di informazioni negative nel livello dei prezzi delle azioni, se i dati confermassero questa teoria allora l'autocorrelazione dovrebbe aumentare specialmente nel periodo di divieto e soprattutto per i rendimenti negativi.

	Median Autocorrelation of Market Model Residuals (1)	Median Downside Cross- Autocorrelation between Stock Returns and Market Returns (2)	Median Upside Cross- Autocorrelation between Stock Returns and Market Returns (3)	Median of the Difference between Downside and Upside Cross- Autocorrelation (4)
Ban = 0	0.0824	0.2833	0.2340	0.0358
Ban = 1	0.1011	0.3552	0.2638	0.0565
Difference	0.0187*** (0.0000)	0.0719*** (0.0000)	0.0298*** (0.0000)	0.0207** (0.0470)

La prima colonna della tabella mostra l'autocorrelazione mediana calcolata sui titoli considerati ma dividendo questi in due sottocampioni; il primo (rappresentato dal numero zero) comprende i titoli esenti da qualsiasi vincolo più quelli che rientrano nel divieto ma considerati nel periodo temporale in cui questo non è applicato, il secondo invece (rappresentato dal numero 1) racchiude tutte le azioni colpite dalla restrizione e considerate nell'arco temporale in cui questa è in atto.

Bisogna sottolineare, tuttavia, che questa ripartizione del campione non possiede una correlazione perfetta col fattore temporale, in quanto, i diversi divieti, sono stati applicati in periodi diversi, e alcuni sono stati caratterizzati da una normativa solamente parziale o addirittura inesistente.

Le cifre mostrate dimostrano che l'autocorrelazione calcolata su questi determinati titoli, usando questa appropriata differenziazione, è in entrambi i casi positiva. I titoli soggetti alla normativa, però, presentano un

⁵⁶ Bris, Goetzmann e Zhu; *Efficiency and the bear: Short sales and markets around the world*, Journal of Finance, 2007.

coefficiente significativamente più alto. Questo risultato rispecchia in maniera coerente una minore capacità reattiva del livello dei prezzi in seguito a qualsiasi sviluppo del mercato, specie su informazioni di carattere negativo sul titolo.

Un'ulteriore prova di questa conclusione, può essere raggiunta tramite un “*variance ratio test*” calcolato su entrambi i campioni distinti in precedenza. Scopriamo che nel 53% dei casi, infatti, non può essere respinta l'ipotesi che i rendimenti, del campione non soggetto al vincolo, siano caratterizzata da una *random walk* nel corso del tempo; la percentuale crolla drasticamente al 38%, invece, per il caso di azioni soggette al divieto. Questo ulteriore risultato conferma l'ipotesi precedente secondo la quale le informazioni vengono assorbite in maniera molto più lenta all'interno dei prezzi degli asset.

Dal momento che i divieti sullo *short selling* sono destinati a limitare l'attività degli investitori che vogliono assumere posizioni al ribasso, queste restrizioni dovrebbero limitare la capacità di reazione dei prezzi soprattutto nei mercati in caduta anziché in quelli in rialzo.

Un test proposto da Bris Goetzmann e Zhu nel 2007 aiuta a confermare questo fenomeno e a convalidare tutte le ipotesi che abbiamo assunto precedentemente; calcolando le autocorrelazioni incrociate tra i singoli rendimenti azionari e i rendimenti di mercato ritardati di una settimana, dividendo quest'ultimi in rendimenti positivi e negativi, possiamo utilizzare questa “*downside cross-autocorrelation*” e l’ “*upside cross-autocorrelation*” (che rappresentano rispettivamente le correlazioni coi rendimenti di mercato negativi e quelle coi rendimenti positivi) per dimostrare queste conclusioni.

I risultati evidenziati nelle colonne 2 e 3, infatti, dimostrano che:

- Sia per i rendimenti di mercato negativi, che per quelli positivi, l'autocorrelazione esiste ed è abbastanza significativa soprattutto nei periodi di divieto.
- L'autocorrelazione mostrata coi rendimenti di mercato negativi supera quella coi rendimenti di mercato positivi.
- La differenza tra i due è maggiore quando le vendite allo scoperto sono vietate.

Nell'ultima colonna vengono mostrate le differenze medie tra le autocorrelazioni calcolate sui rendimenti negativi e quelli positivi, sia nel periodo in cui i divieti sono applicati sia in quello in cui i divieti non sono stati emanati.

Questa ulteriore evidenza empirica dimostra definitivamente che non solo i divieti sulle vendite allo scoperto rallentano la reattività dei prezzi, ma anche che queste inefficienze sono espresse maggiormente in mercati ribassisti coerentemente con le previsioni teoriche effettuate precedentemente.

2.5 Il prezzo delle azioni

I divieti imposti durante la crisi finanziaria dal 2007 al 2009, sono stati emanati principalmente per contenere il panico finanziario che contraddistingueva il mercato durante quel periodo. Le Autorità di regolamentazione del mercato hanno adottato queste politiche per prevenire un ulteriore “*underpricing*”⁵⁷ degli asset; probabilmente perché credevano che in quel determinato contesto, uno sfrenato ricorso allo *short selling* avrebbe determinato un crollo totale ingiustificato dei corsi azionari⁵⁸.

Tali interventi possono essere temporaneamente giustificati soprattutto per i titoli di istituzioni finanziarie che diventano troppo vulnerabili a vendite rapide in quegli anni; poiché lo *short selling* aggressivo può portare questi soggetti a violare i loro vincoli normativi di capitale e obbligarli a liquidare le loro attività a lungo termine a prezzi di vendita non affatto convenienti⁵⁹.

In questo paragrafo verranno confrontati i contributi di questo regime nei confronti dei prezzi dei titoli affetti dal divieto con i titoli esenti da qualsiasi vincolo.

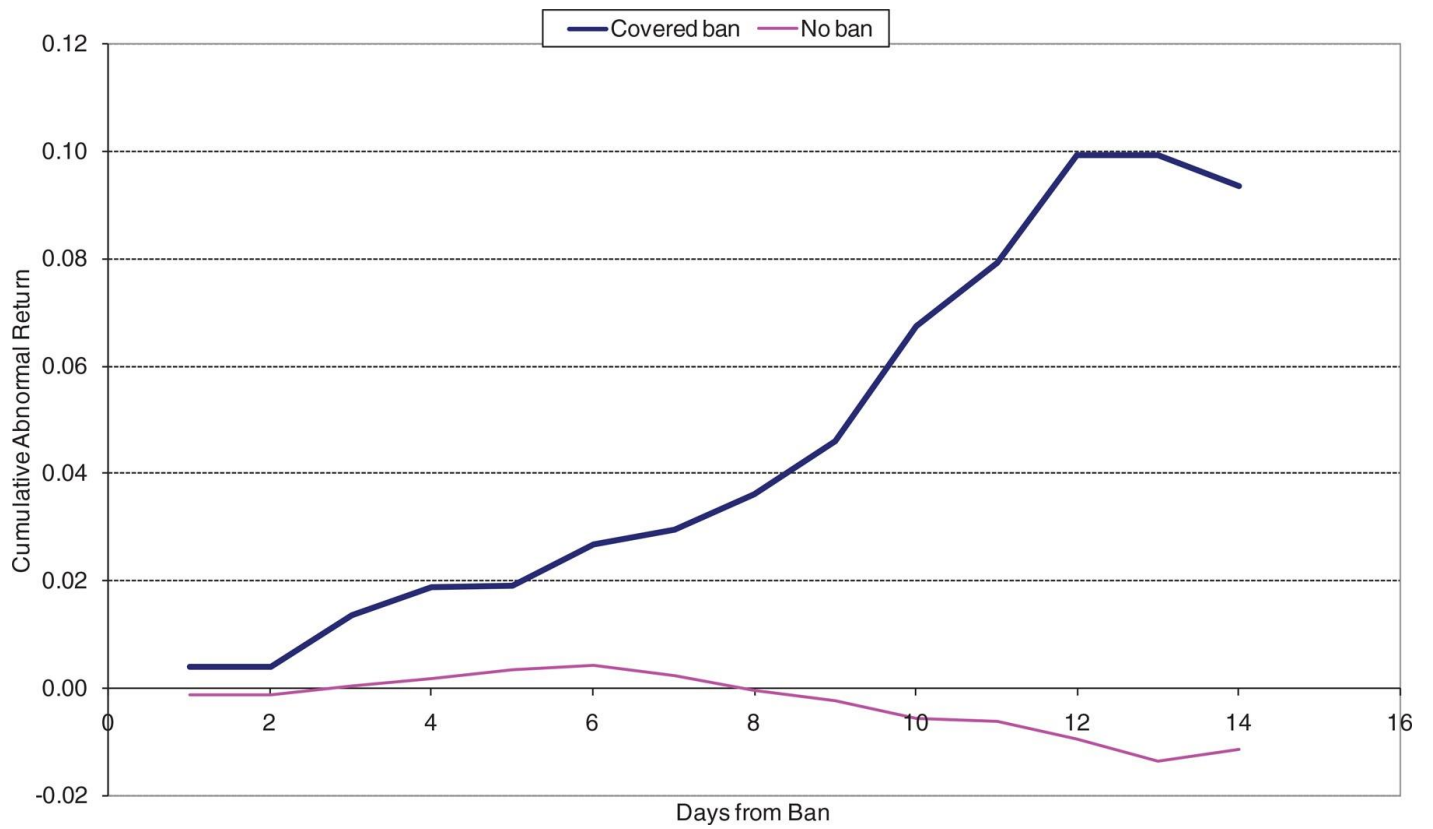
Il risultato analitico più immediato da riconoscere è facilmente raggiungibile in quei contesti dove il divieto non viene applicato a tutti i titoli finanziari; in questi paesi è più facile osservare come i rendimenti in eccesso ottenuti dai titoli colpiti dal divieto subito dopo l'applicazione della normativa risultano di gran lunga maggiori rispetto a quelli esenti da questa restrizione.

Queste conclusioni sono facilmente mostrate nei grafici successivi.

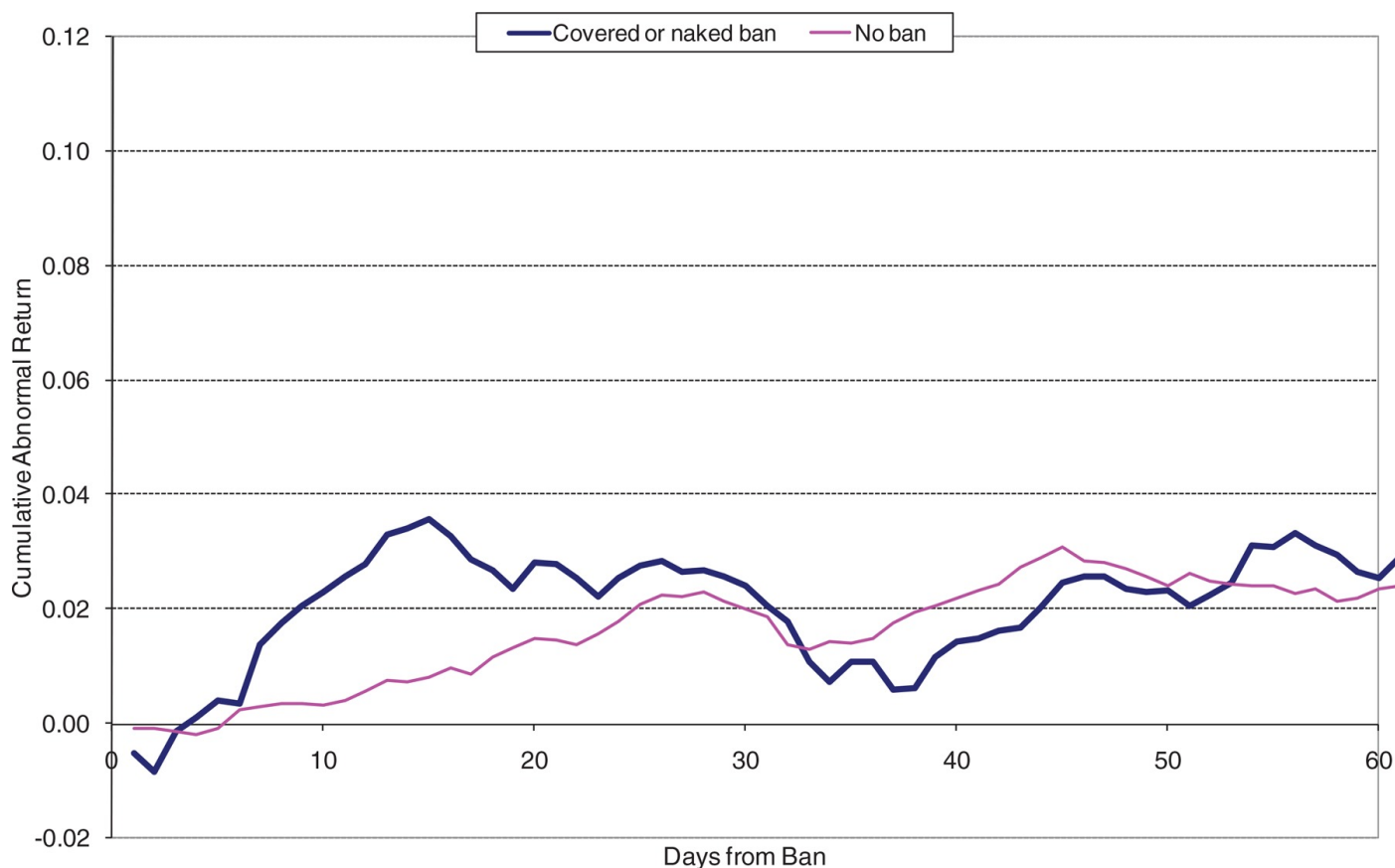
⁵⁷ Miller, Edward; *Risk, uncertainty and divergence of opinion*, Journal of Finance, 1977.

⁵⁸ Shkillo, Bonnie Van Ness e Robert Van Ness; *Short Selling and intraday price pressures*, Financial Management, 2012. Con questo testo gli autori documentano che le vendite allo scoperto potrebbero aumentare le pressioni al ribasso dei prezzi anche in assenza di informazioni negative. Studiando i crolli dei prezzi non supportati da alcuna informazione, si giunge alla conclusione che lo *short selling* amplifichi notevolmente questo fenomeno.

⁵⁹ Brunnermeier, Markus e Oehmke; *Predatory Short-Selling*, Working Paper, 2008.



La figura rappresenta i rendimenti in eccesso cumulati nei 14 giorni successivi all'applicazione del *ban*. Questo grafico si riferisce esclusivamente agli Stati Uniti.



Quest'ultimo, invece, mette in relazione i rendimenti delle azioni nei paesi (tranne gli Stati Uniti) dove è stato attuato un regime di divieto parziale, la figura si concentra sui 60 giorni successivi all'imposizione del divieto. Il motivo per il quale viene effettuata un'analisi distinta tra gli Stati Uniti e i restanti paesi che hanno adottato politiche di divieto solo su determinati titoli, in particolare su quelli emessi da istituzioni finanziarie, è che l'effetto della restrizione sulle vendite allo scoperto emanata negli USA, può essere influenzata dalla concomitante manovra TARP (Troubled Asset Relief Program)⁶⁰ che mirava a proteggere le istituzioni finanziarie statunitensi; un fattore che può alterare l'indagine e contestualizzato solo al caso degli Stati Uniti, non presente, dunque, in altri paesi dove è stata emanata una normativa che vieta qualsiasi posizione allo scoperto su titoli emessi da istituzioni finanziarie.

Il primo grafico, quello relativo alla situazione americana, mostra chiaramente che il rendimento in eccesso caratterizzante i titoli emessi da istituzioni finanziarie supera quello raggiunto dal resto delle azioni per tutti i 14 giorni oggetto del nostro orizzonte temporale di riferimento, una conclusione che coincide anche con altri studi effettuati successivamente⁶¹.

⁶⁰ Lanciato il 3 Ottobre dal governo degli Stati Uniti per fronteggiare la crisi finanziaria americana. Il piano, ideato dal governatore della FED di allora, Ben Bernanke, prevedeva di assicurare fino a 700 miliardi di dollari di acquisti di asset problematici di proprietà dei grandi istituti di credito o delle banche americane che erano sul punto di ricorrere alle procedure fallimentari.

⁶¹ Boehmer, Jones e Zhang; *Shackling short-sellers: The 2008 shorting ban*, Working Paper, 2009.

La seconda figura, tuttavia, rappresenta un caso del tutto diverso da quello statunitense. Si nota infatti che il rendimento in eccesso dei titoli colpiti dal divieto supera non di molto quello delle restanti azioni e soprattutto è superiore solo per i primi 30 giorni di contrattazione, per poi mostrare un'improvvisa e notevole divergenza di questi dati. Come precisato precedentemente, quindi, l'effetto positivo del divieto sui titoli degli Stati Uniti potrebbe essere influenzato in maniera rilevante dall'emanazione della manovra TARP; infatti, se vogliamo avere una stima più affidabile degli effetti provocati dai vincoli sulle vendite allo scoperto è meglio tenere in considerazione solo il caso riferito agli altri paesi.

	(1)	(2)	(3)	(4)
Constant	0.0583*** (29.82)	0.0022*** (10.78)	-0.0017*** (-58.50)	-0.0008*** (-1.77)
Naked ban			-0.0026 (-0.67)	-0.0081*** (-3.13)
Covered ban	0.0611*** (18.82)	0.0041*** (3.77)	-0.0004 (-0.12)	-0.0025 (-0.67)
Disclosure			0.0066 (1.17)	-0.0006 (0.17)
Stock-level fixed effects	Yes	Yes	Yes	Yes
Weekly fixed effects	Yes	Yes	Yes	Yes
Countries in the sample	United States	United States	Countries with partial ban except United States	Countries with partial ban except United States
Methodology	Panel data	Event study	Panel data	Event study
Number of observations	245,631	43,973	299,980	7,695
Number of stocks	3,717	1,354	5,369	240

Questa ulteriore tabella ci aiuta ad effettuare una disamina più approfondita riguardante gli effetti del divieto sui rendimenti dei titoli azionari. I rendimenti settimanali vengono studiati attraverso una regressione lineare utilizzando il metodo dei minimi quadrati: le variabili utilizzate sono sempre quelle dei vincoli sulle posizioni *covered*, su quelle *naked*, e infine sugli obblighi di *disclosure*.

Le regressioni effettuate nelle prime due colonne si riferiscono solamente ai dati USA, quelle nelle colonne 3 e 4, invece, fanno riferimento a tutti gli altri paesi che hanno adottato una politica di divieto parziale.

In particolare, vengono utilizzati due diversi approcci per stimare gli effetti delle restrizioni applicate sull'andamento dei prezzi azionari. Nelle colonne 1 e 3 vengono utilizzate stime standard in cui vengono presi in considerazione gli andamenti dei titoli non affetti da alcun divieto e paragonati ai titoli delle istituzioni finanziarie affetta da divieto; nelle colonne 2 e 4 invece viene considerata una finestra temporale che comprende i 50 giorni precedenti e successivi all'adozione del divieto e successivamente ogni titolo vincolato viene confrontato con un titolo libero da qualsiasi vincolo che abbia: una quotazione simile, una capitalizzazione di mercato vicina, e ovviamente sia scambiato nello stesso paese⁶².

Le stime ricavate dalla tabella, riconfermano i dati empirici estratti dalle figure mostrate precedentemente. La risposta del mercato azionario statunitense ai divieti di vendita allo scoperto è positiva e significativa; infatti, indipendentemente dall'approccio usato per il calcolo, si nota un aumento dei rendimenti sicuramente rilevante e soprattutto immediato dopo le politiche restrittive adottate dall'Autorità.

Al contrario, per gli altri paesi che hanno adottato regimi di divieti parziali, gli effetti dei vincoli sui prezzi e quindi sui rendimenti dei titoli azionari sono molto ridotti o addirittura negativi (come si può notare nella quarta colonna per le posizioni *naked*): quindi gli effetti per gli altri paesi si traducono in cambiamenti insignificanti sui prezzi o addirittura in un ulteriore declino dei corsi azionari che portano a un ulteriore ribasso dei rendimenti⁶³.

In pratica, gli Stati Uniti si confermano l'unica eccezione nella quale questi vincoli hanno portato verso un notevole miglioramento dei rendimenti, ottenuto attraverso un immediato rialzo del livello dei prezzi sui listini azionari.

In altri paesi, infatti, oltre al danno sulla liquidità di mercato e alla conseguente inefficienza sulla velocità di reazione dei prezzi, questi divieti non sono riusciti a sostenere una rapida e convincente crescita dei titoli finanziari; perdendo così il principale obiettivo dei regolatori.

Le evidenze empiriche di questi dati, quindi, evidenziano come il divieto o l'imposizione di vincoli normativi sulle vendite allo scoperto abbiano portato modesti benefici ai mercati finanziari operanti in quegli anni; in particolare, si è dimostrato come questi provvedimenti abbiano diminuito notevolmente la liquidità di alcuni titoli (specie quelli caratterizzati da una minore capitalizzazione di mercato), ridotto in maniera significativa la velocità di assorbimento delle informazioni, soprattutto quelle negative, all'interno dei prezzi di riferimento e, infine, come questi provvedimenti abbiano causato importanti benefici in termini di rendimento solo negli

⁶² Questo algoritmo di corrispondenza produce rendimenti azionari simili per i titoli soggetti al divieto e per quelli esenti nel periodo prima dell'effettiva applicazione del vincolo.

⁶³ Hong, Harrison e Stein; *Differences of opinion, short-sales constraints, and market crashes*; Review of Financial Studies, 2003. Bai, Chang, Wang; *Asset prices under short-sales constraints*; Working Paper, 2006.

Stati Uniti, solo in quel contesto perché accompagnato da ulteriori manovre e decreti che favorivano una più rapida e incisiva ricrescita del sistema finanziario.

Il calo della liquidità di mercato è stato l'effetto più dannoso causato da questi interventi. Il livello del *bid-ask spread*, infatti, era già su cifre importanti che trasmettevano insicurezza e turbolenza, il congelamento del mercato obbligazionario, poi, ha causato la spirale negativa che ha portato l'intero sistema finanziario verso la crisi. In pratica, gli unici effetti positivi di queste politiche, sembra che si siano riversate solo ed unicamente sugli Stati Uniti; in quel contesto, a differenza di altri paesi, i provvedimenti sono stati accompagnati da altri sforzi, tradotti in decreti legislativi, che hanno accompagnato la ricrescita in una situazione sicuramente sfavorevole e turbolenta. In altre parti, il divieto sulle vendite allo scoperto, ha portato ben pochi benefici, in alcune, inoltre, ha addirittura sconvolto ulteriormente i mercati e rallentato la ripresa.

Forse il principale vantaggio di questo esperimento è stato proprio questo: il notevole numero di dati sugli effetti dei divieti sulle vendite allo scoperto e la conseguente dimostrazione che con questi interventi regolatori i costi superano i benefici.

2.6 Il Regolamento UE 236/2012.

Negli Usa, il supporto legislativo predisposto dai vertici dello Stato ha impedito un eccessivo peggioramento della situazione economico-finanziaria. Riuscendo a guarire quelle istituzioni malate, infatti, è stato facilitato quel processo di ripresa col risultato che tale Paese, subito dopo quel periodo sfavorevole e dannoso, ha ripreso un nuovo ciclo positivo.

Caso completamente diverso, invece, quello europeo, caratterizzato da una limitata coesione, che ha sempre ostacolato il processo decisionale dell'Unione causando effetti di rallentamento nelle politiche e spesso anche un clima di contrasto e avversità⁶⁴. Risultato immediato di questa lenta applicazione di principi, necessari a far fronte alle sempre più particolari difficoltà del tempo, è stato innanzitutto un inevitabile ritardo nel recupero dei livelli di sviluppo ante-crisi.

La crisi finanziaria ha, infatti, accentuato ulteriormente la mancanza di unità e una carenza della politica che ha rischiato di compromettere l'intero sistema dell'Unione. L'inefficienza dei meccanismi di vigilanza sugli intermediari finanziari e, l'incapacità degli stessi di impedire e di contenere forme operative anomale, hanno fatto il resto indirizzando la situazione verso tristi eventi di crisi.

Questa situazione patologica ha portato, il regolatore europeo, a svolgere un'attività normativa volta prima a prevenire e poi a risolvere i vari effetti negativi evidenziati nei sistemi finanziari; questo processo ha come obiettivo quello di identificare innanzitutto i possibili rimedi da introdurre a livello di apparato ordinamentale passando attraverso una revisione delle modalità di esercizio delle forme di vigilanza sul settore finanziario.

La strategia europea appena descritta viene inquadrata in una realtà post-crisi abbastanza complessa, dove permangono ancora diffuse incertezze dovute soprattutto alle diverse modalità di reazione alla crisi registrate nelle diverse aree del pianeta⁶⁵. Questa situazione lascia immaginare come, nonostante il peggio sia passato dopo il precedente biennio, il cammino verso un completo risanamento dei sistemi sia ancora lungo e pieno di difficoltà.

L'effetto domino causato dalla crisi finanziaria americana e gli effetti patologici che si sono verificati a macchia d'olio in Europa hanno determinato uno scenario nel quale l'obiettivo primario era quello di "ripristinare in maniera appropriate ed efficiente le condizioni dell'economia"⁶⁶.

⁶⁴ Un caso emblematico è quello italiano dove pur non avendo fruito di aiuto finanziari, il paese ha sopportato una logica di austerità che ha finito col contrastare ulteriormente la ripresa.

⁶⁵ Francesco Capriglione; *Manuale di Diritto Bancario e finanziario, La realtà post-crisi e la minaccia di un'incurabile eurosclerosi*; 2015.

⁶⁶ *Informal meeting of Heads of State or Government*, Il Sole24Ore, 1° Marzo 2009.

Diverse situazioni economico-finanziarie e disparità di vedute, sulle possibili soluzioni da adottare nella prospettiva di interventi somministrati per uscire da questo periodo turbolento, hanno evidenziato tuttavia i limiti dell'Eurosistema, derivanti soprattutto dalla mancanza di un'unione necessaria per superare momenti così difficili.

Volendo tornare però agli effetti delle politiche relative allo *short selling* ed evidenziare quella riforma, oggetto della revisione europea per una più approfondita ed efficiente vigilanza, utile a sventare eventuali “crepe” nel sistema finanziario, dobbiamo sottolineare l'importanza del Regolamento del 2012 che in poche parole stravolge il mondo delle vendite allo scoperto garantendo un ulteriore controllo, da un lato più flessibile e conveniente, che possa fortificare il tema dello *short selling* in termini di sicurezza per l'intero impianto finanziario dell'Unione.

Le principali misure previste dal nuovo Regolamento del Parlamento Europeo e del Consiglio, introdotte il 1° Novembre 2012, e riguardanti alcune tipologie di operazioni e di strumenti di finanza derivata si concentrano particolarmente sugli obblighi di *comunicazione al mercato* e restrizioni su una serie di operazione finanziarie: vendite allo scoperto *naked* di azioni, titoli di Stato, Cds sul debito degli Stati sovrani.

Si tratta di una normativa che armonizza le regole UE, specificando i compiti delle autorità di sorveglianza⁶⁷ per promuovere la trasparenza del mercato e per creare meccanismi che proteggano gli investitori da una serie di distorsioni che possono verificarsi sui mercati finanziari, soprattutto in momenti delicati.

In particolare, vengono definiti dettagliatamente, gli obblighi comunicativi di chi detiene posizioni corte in titoli azionari, in debito sovrano e in Cds su emittenti sovrani. Vengono inoltre previste una serie di restrizioni relative alle vendite allo scoperto “*nude*”.

L'impianto generale, si legge nel Regolamento (n 236 /2012) che è pubblicato nella Gazzetta Ufficiale Europea del 24 marzo, è stato pensato proprio in seguito alle crisi finanziarie degli ultimi anni. “*Al culmine della crisi finanziaria nel settembre 2008, le autorità competenti di diversi Stati membri e le autorità di vigilanza di Paesi terzi quali gli Stati Uniti d'America e il Giappone hanno adottato provvedimenti di emergenza per restringere o vietare le vendite allo scoperto di alcune o di tutte le categorie di titoli*”.

⁶⁷ Anche dall'ESMA (European Securities and Markets Authority) istituita nel 2010.

Questi interventi furono suggeriti dal timore che *“in un momento di notevole instabilità finanziaria, le vendite allo scoperto avrebbero potuto aggravare la spirale in discesa dei prezzi delle azioni, in particolare degli istituti finanziari, in misura tale da minacciarne, in ultima analisi, la solidità finanziaria e creare rischi sistemici”*.

In Europa, gli stati hanno adottato provvedimenti diversi tra loro *“in quanto l’Unione manca di uno specifico quadro normativo comune che si occupi delle questioni collegate alle vendite allo scoperto”*. Ecco quindi la necessità di una normativa di riferimento, che garantisca il *“corretto funzionamento del mercato interno”*, e protegga adeguatamente investitori e consumatori. Uno strumento utile anche ad evitare che *“gli Stati membri continuino ad adottare misure divergenti”*⁶⁸. Adesso, vediamo quali sono i nuovi obblighi comunicativi.

Per quanto riguarda i titoli azionari, si prevedono due livelli di notifica:

- Obbligo di notifica alle autorità competenti: è una comunicazione “privata” alle autorità, ed è prevista al raggiungimento di posizioni corte nette pari allo 0,2 % del capitale azionario emesso dalla società interessata e poi per ogni 0,1% al di sopra di tale percentuale. La comunicazione va fatta all’ESMA, che può inviare un parere alla Commissione alla quale è conferito il potere di fare una serie di atti (regolamentati dall’articolo 42 del Regolamento) per modificare eventualmente le soglie tenendo conto degli sviluppi sui mercati finanziari.
- Obbligo di comunicazione al pubblico: è una comunicazione “pubblica”, ed è prevista al raggiungimento di posizioni corte nette pari allo 0,5% del capitale dell’emittente, e per ogni 0,1% successivo. Anche qui, l’ESMA può eventualmente mandare un parere alla Commissione, che ha gli stessi poteri previsti per l’obbligo di notifica.

Nel caso di posizioni nette corte in debito sovrano (vendite allo scoperto di titoli di stato), c’è l’obbligo di notifica alle autorità competenti secondo soglie che l’ESMA pubblica sul proprio sito per ciascuno stato sovrano, che consistono nell’ammontare iniziale e nei successivi incrementi. La Commissione assicura, fra le altre cose, che non sono necessarie notifiche per operazioni di valore minimo.

⁶⁸ REGOLAMENTO (UE) N. 236/2012 DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO del 14 marzo 2012 relativo alle vendite allo scoperto e a taluni aspetti dei contratti derivati aventi ad oggetto la copertura del rischio di inadempimento dell’emittente (credit default swap).

Le posizioni scoperte relative a Cds su titoli di stato sono sempre vietate (tranne che in alcuni casi previsti dall'articolo 4 del Regolamento). Le autorità però hanno il potere, in particolari condizioni di mercato, di sospendere le restrizioni. In questo caso, l'obbligo di notifica scatta con le stesse soglie previste per l'emittente sovrano (ovvero sono pubblicate sul sito dell'ESMA per ciascuno stato membro).

Il divieto relativo alle vendite allo scoperto di Cds su titoli di stato, in parole molto semplici, è pensato per impedire che si possa scommettere contro il debito sovrano di uno stato (mentre sarà sempre possibile assicurarsi contro il suo eventuale default, anche effettuando vendite allo scoperto ad esempio per coprire una posizione lunga sul debito sovrano dell'emittente). Il Regolamento per tutti questi obblighi di notifica dettaglia procedure e tempistiche.

Passiamo alle restrizioni relative alle operazioni, che riguardano in particolare le vendite allo scoperto *nude* (*naked*), ovvero quelle operazioni che si effettuano in assenza della disponibilità effettiva del titolo. In pratica, come detto, si tratta di scommesse al ribasso su un titolo che non si possiede (si vende un titolo in una determinata data, a un determinato prezzo, senza consegnarlo, e promettendo di consegnarlo in una data successiva, sperando appunto che scenda).

Le vendite nude di titoli azionari e di titoli di stato si possono eseguire solo alle seguenti condizioni:

- L'investitore (persona fisica o giuridica) ha preso a prestito il titolo azionario (o ha preso disposizioni alternative che producono un effetto giuridico analogo).
- L'investitore ha concluso un accordo per prendere a prestito il titolo azionario o dispone di altro titolo immediatamente esecutivo, in base al diritto dei contratti o al diritto di proprietà, ai fini del trasferimento a suo favore della proprietà di un numero corrispondente di titoli della stessa categoria, in modo che il regolamento possa essere effettuato alla scadenza prevista.
- L'investitore ha concluso un accordo con un terzo, che ha confermato che il titolo azionario è stato localizzato e ha adottato nei confronti di terzi le misure necessarie affinché ci sia la ragionevole aspettativa che il regolamento possa essere effettuato alla scadenza prevista.

Esistono poi una serie di esenzioni (per esempio, gli obblighi di notifica sui titoli azionari non si applicano nel caso di società la cui principale sede di negoziazione sia fuori dall'Ue; vengono specificati i poteri della autorità competenti, che ad esempio possono decidere ulteriori restrizioni in particolari momenti di mercato,

viene specificato il ruolo dell'ESMA, che ha un potere di coordinamento delle varie autorità competenti (dei diversi stati membri). Le sanzioni vengono stabilite dai vari stati, in base a linee guida che l'ESMA ha il potere di adottare.

In ambito nazionale, il comma 2 dell'art. 4-ter, negli scorsi anni introdotto nel Decreto Legislativo n. 58 del 24.2.1998 (TUF) dall'art. 24 del decreto-legge n. 179 del 18.10.2012, designa la Consob quale autorità nazionale competente per ricevere le notifiche, attuare le misure ed esercitare le funzioni e i poteri previsti dal *Regolamento Short-Selling* con riferimento alle azioni ed agli altri strumenti finanziari diversi dai Titoli di Stato e dai Cds su emittenti sovrani. Il comma 3 del medesimo articolo designa poi la Banca d'Italia e la Consob quali autorità competenti per l'esercizio delle funzioni e dei poteri ordinari previsti dal *Regolamento Short-Selling* su Titoli di Stato e Cds su emittenti sovrani. Il medesimo articolo prevede inoltre che le autorità “*stabiliscono mediante un protocollo di intesa le modalità della cooperazione e del reciproco scambio di informazioni rilevanti ai fini dell'esercizio delle predette funzioni, anche con riferimento alle irregolarità rilevate e alle misure adottate nell'esercizio delle rispettive competenze nonché le modalità di ricezione delle predette notifiche, tenuto conto dell'esigenza di ridurre al minimo gli oneri gravanti sugli operatori*”.

La Consob in data 19 ottobre 2012 ha pubblicato la Comunicazione DME/1208349 avente ad oggetto l'entrata in vigore del Regolamento UE n. 236/2012 e, in pari data, la Banca d'Italia ha pubblicato un'apposita comunicazione.

In particolare, nella Comunicazione Consob citata si dice che “*ai fini dell'entrata in vigore del Regolamento Short-Selling, è utile distinguere tra gli adempimenti relativi alle azioni e gli adempimenti relativi ai Titoli di Stato e ai Cds su emittenti sovrani*”.

Per ciò che riguarda le azioni:

1. qualsiasi persona fisica o giuridica per la quale l'Italia è lo Stato membro di origine – ossia, è residente in Italia - è tenuta ad effettuare alla Consob la notifica per l'utilizzo dell'esenzione in qualità di market maker.
2. qualsiasi persona fisica o giuridica, ovunque residente, è tenuta ad effettuare alla Consob le segnalazioni delle posizioni nette corte riferibili ad emittenti le cui azioni hanno, quale mercato principale, un mercato regolamentato italiano o per le quali la sede di negoziazione alla quale sono state ammesse a negoziazione per la prima volta è un sistema multilaterale di negoziazione italiano.

Alla Banca d'Italia dovranno invece essere effettuate le notifiche delle posizioni corte nette sul debito sovrano e le notifiche da parte dei market maker italiani e degli operatori principali autorizzati in titoli di Stato che intendono avvalersi delle esenzioni.

Lo *short selling*, accentuando le tendenze ribassiste, esaspera i problemi di liquidità. Di fatto, rappresenta perciò un potenziale pericolo, soprattutto se effettuato da fondi speculativi o “*hedge funds*”. L’esperienza della crisi ha confermato che gli strumenti finanziari innovativi per il trasferimento del rischio, così come i derivati, possono risultare controproducenti. Se utilizzati in modo prudente possono coprire e diversificare il rischio, mentre se utilizzati senza un’adeguata considerazione dei rischi, consentono una moltiplicazione priva di controllo della leva finanziaria. Il Regolamento si pone l’obiettivo di introdurre una disciplina comune, ma alcuni aspetti rimangono fuori dalla disciplina ed altri sono ancora oscuri. Ci si chiede chi e con quali criteri valuti se una posizione su un Cds sia speculativa o no. Inoltre, gli operatori short dovranno sì fornire maggiori informazioni, ma niente impedirà loro di indebitarsi a dismisura per investire al ribasso⁶⁹.

⁶⁹ Gabriella Opromolla; *Dal 1 novembre 2012 è in vigore il nuovo regolamento Ue sullo “short selling” e i CDS*, *IlSole24Ore*, 31 Ottobre 2012.

CAPITOLO III

L'EFFICIENZA INFORMATIVA NELLO SHORT SELLING

3.1 L'efficienza dei prezzi

I venditori allo scoperto (più comunemente chiamati *short sellers*), quindi, vengono individuati in quei soggetti che vendono attività che non possiedono. Lo *short selling*, infatti, è un'operazione finanziaria che consiste nella vendita di strumenti finanziari non posseduti con successivo riacquisto. Questa operazione si effettua se si ritiene che il prezzo al quale gli strumenti finanziari si riacquisteranno sarà inferiore al prezzo inizialmente incassato attraverso la vendita. Questo è quello che deve accadere affinché un venditore allo scoperto giunga ad ottenere un rendimento, se ciò non accade, ovviamente, il soggetto andrà incontro ad una perdita.

Nel dettaglio, gli strumenti finanziari oggetto di *short selling* vengono prestati temporaneamente al venditore allo scoperto dalla banca o da un intermediario finanziario. Solitamente, per il prestito suddetto, viene pagato un interesse annuale al broker in relazione alla durata in giorni dell'operazione di vendita allo scoperto. Oltre a pretendere l'interesse annuale stabilito (che può variare anche in base al singolo titolo), il broker richiede un margine di garanzia per l'operazione (ad esempio il 50% del controvalore scambiato).

La logica che sta dietro ad una operazione di vendita allo scoperto è invertita rispetto a quella di una normale operazione, la quale prevede prima l'acquisto e poi la vendita dello strumento.

Nel caso di vendita allo scoperto il profitto potenziale è limitato rispetto ad una normale operazione di acquisto con successiva vendita. Se infatti non c'è un limite superiore all'apprezzamento del valore di uno strumento finanziario, c'è un limite inferiore pari a zero. Parallelamente, in virtù di questa considerazione, per il venditore allo scoperto la perdita potenziale è illimitata. È questo il motivo per cui, come detto in precedenza, il broker non solo congela i fondi provenienti dalla vendita allo scoperto, a garanzia e copertura del successivo riacquisto, ma richiede anche un ulteriore importo (il margine di garanzia) per tutelarsi dalla possibilità che il venditore riesca a ricoprirsi riacquistando i suddetti strumenti finanziari con prezzi considerevolmente maggiori a quelli di vendita.

Il broker provvede a svincolare il margine contestualmente alla chiusura della posizione, ovvero quando gli strumenti finanziari vengono riacquistati. Tale operazione viene tecnicamente definita ricopertura dello scoperto.

É possibile che il broker preveda l'estinzione anticipata della vendita allo scoperto in caso di operazioni societarie (aumenti di capitale, raggruppamenti, scissioni, fusioni, frazionamenti, dividendi esenti da ritenuta, ecc.).

Tale comportamento trova giustificazione negli articoli 1813 e seguenti del Codice civile secondo i quali con l'operazione di prestito, gli strumenti finanziari oggetto del contratto ed i diritti accessori (di intervento all'assemblea, di voto, diritto di recesso, diritto alla quota di liquidazione) passano in proprietà di colui che li riceve in prestito. A colui che presta peraltro resta il diritto all'assegnazione di azioni nel caso di aumento gratuito del capitale e di opzione in caso di aumento a pagamento. Se poi durante il prestito la società emittente distribuisce dividendi o altri utili soggetti a ritenuta, il broker potrebbe addebitare al beneficiario del prestito una commissione straordinaria pari allo stesso importo del dividendo o dell'utile distribuito .

Le vendite allo scoperto sono di due tipi, *covered* e *naked*. Le vendite allo scoperto *covered* sono quelle assistite dal prestito dei titoli: il venditore prende a prestito un numero di azioni pari a quello che intende vendere allo scoperto in modo da garantirne la consegna al compratore. In un secondo momento acquista lo stesso quantitativo di azioni sul mercato per restituirle al prestatore. Il prestatore può richiedere in garanzia sia cash che strumenti finanziari. Se il collateral è rappresentato da strumenti finanziari, i prestatori ricevono delle commissioni dal venditore, mentre se la garanzia è rappresentata da denaro, i prestatori corrispondono al venditore interessi ad un tasso inferiore a quello di mercato.

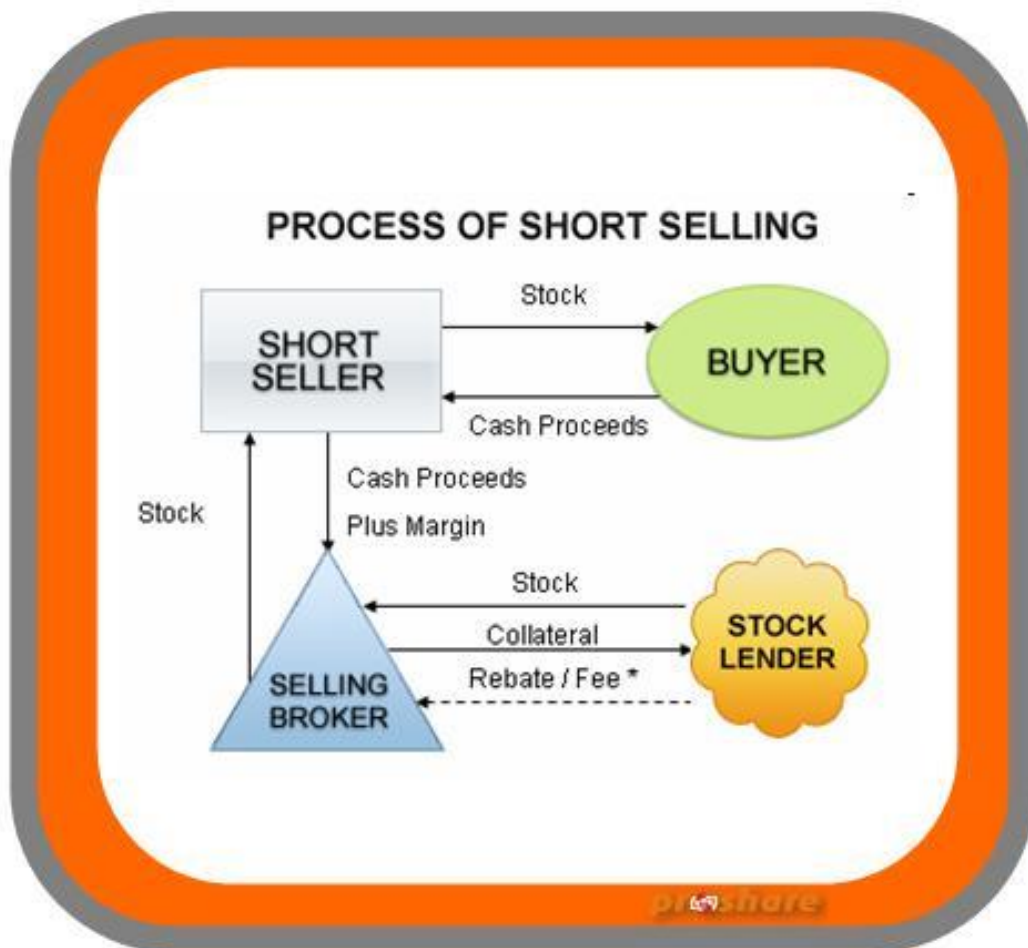
Le vendite allo scoperto *naked*, invece, non sono assistite, al momento dell'ordine, dal prestito dei titoli, per cui il venditore deve ricercare sul mercato le azioni da consegnare al compratore al fine di regolare la propria posizione. La copertura può essere effettuata per il tramite del prestito titoli oppure con un acquisto, fuori mercato o sul mercato. Le vendite allo scoperto *naked*, dunque, danno luogo ad un elevato rischio di mancata consegna dei titoli il giorno di regolamento contrattualmente previsto. Tale rischio diventa una certezza nel caso in cui i titoli siano acquistati sul mercato nei giorni successivi a quello in cui l'ordine di vendita è stato eseguito.

È possibile assumere posizioni corte su un titolo non solo vendendolo allo scoperto ma anche attraverso l'utilizzo di strumenti derivati da cui deriva l'obbligo o la facoltà di consegnare lo strumento sottostante entro una certa data. L'insieme delle posizioni corte che un operatore ha assunto su un titolo, sia tramite l'utilizzo di strumenti derivati che tramite le vendite allo scoperto, definisce la posizione corta lorda sul titolo. La posizione corta netta invece si ottiene sottraendo dalla posizione corta lorda la somma delle posizioni lunghe (Per posizione lunga si intende una posizione che beneficia delle oscillazioni verso l'alto del prezzo del titolo o del sottostante; essa può essere realizzata sia acquistando le azioni stesse che tramite l'utilizzo di derivati che hanno le azioni come sottostante) sullo stesso titolo, assunte anche per mezzo di strumenti derivati.

Gli operatori possono ricorrere alla pratica della vendita allo scoperto per diversi motivi. Gli short sellers possono ad esempio operare con finalità speculative: gli investitori possono vendere allo scoperto perché ritengono che il titolo sia sopravvalutato e vogliono ottenere un profitto dalla riduzione della sua quotazione. In realtà, gli short sellers, attraverso determinate strategie di investimento, potrebbero realizzare un profitto anche in caso di aumento delle quotazioni del titolo. Ad esempio, un investitore può scommettere sulla performance relativa di un titolo rispetto ad un altro, assumendo una posizione lunga sul titolo che ritiene sottovalutato e vendendo allo scoperto quello che ritiene sopravvalutato; in questo caso, il profitto dell'investitore dipenderà dalla performance relativa dei due titoli e non dal solo rendimento del titolo venduto allo scoperto.

Gli short sellers possono anche operare con finalità di arbitraggio, acquistando e vendendo simultaneamente strumenti finanziari collegati, per esempio azioni e derivati, per sfruttare eventuali disallineamenti dei prezzi relativi. Ancora, si può vendere allo scoperto con finalità di hedging. Ad esempio, una banca che ha venduto un'opzione put su un titolo o che ha acquistato un'obbligazione convertibile può coprirsi vendendo allo scoperto il titolo sottostante.

Per “vendita allo scoperto” s'intende dunque l'operatività short, cioè lo “scommettere” su un ribasso per guadagnare, in maniera del tutto speculare a quella che è la normale operatività long (cioè comprare un titolo), se il titolo scende.



Nonostante la pratica delle vendite allo scoperto sia alquanto controversa e oggetto di numerose critiche, la letteratura economica⁷⁰, sul tema, supporta l'idea che essa normalmente contribuisca all'efficiente funzionamento dei mercati. In particolare, si ritiene che l'attività di vendita allo scoperto apporti sostanziali benefici al mercato, migliorando l'efficienza informativa dei prezzi ed incrementando il livello di liquidità.

L'attività di vendita allo scoperto permette, agli investitori in possesso di informazioni negative su un titolo che non è nella loro disponibilità, di rivelare tali informazioni attraverso la vendita. In questo modo aumenta la capacità informativa dei prezzi e si velocizza il processo di riduzione delle quotazioni di titoli sopravvalutati, che incorporeranno più velocemente eventuali *bad news*. Di conseguenza, eventuali restrizioni sulle vendite allo scoperto possono determinare un effetto di sopravvalutazione temporanea delle quotazioni, in quanto queste incorporeranno solo le aspettative dei rialzisti e non anche quelle dei ribassisti che non posseggono il

⁷⁰ Al riguardo si veda; Y. Amihud, *Illiquidity and Stock Returns: Cross-Section and Time-Series Effects*, in *Journal of Financial Markets*, 2002; Y. Bai, E. Chang e J. Wang, *Asset prices under short sales constraints*, working paper, MIT, 2006; E. Boehmer, C. Jones e X. Zhang, *Shackling Short Sellers: The 2008 Shorting Ban*, working paper, Columbia Business School, 2008; A. Bris, *Short Selling Activity, Financial Stocks and the SEC July 15th Emergency Order*, working paper, IMD, 2008; C. Jones e O. Lamont, *Short-sale and Stock Returns*, in *Journal of Financial Economics*, 2008; E. Miller, *Risk, Uncertainty and Divergence of Opinion*, in *Journal of Finance*, 1997,; R. Morck, B. Yeung e W. Yu, *The Information Content of Stock Markets: Why Do Emerging Markets Have Synchronous Stock Price Movements?*, in *Journal of Financial Economics*, 2000,; M. Pagano e R. Schwartz, *A Closing Call's Impact on Market Quality at Euronext Paris*, in *Journal of Financial Economics*, 68, 2003, p. 439 ss.

titolo, riducendo l'efficienza informativa dei prezzi e rallentando il processo di riduzione delle quotazioni dei titoli sopravvalutati.

La presenza o meno di vincoli sulle vendite allo scoperto potrebbe anche incidere sulla distribuzione di probabilità dei rendimenti dei titoli. Da una parte, restrizioni sulle vendite allo scoperto, inducendo gli investitori ribassisti ad uscire dal mercato, potrebbero aumentare la probabilità di rendimenti positivi molto più elevati della media e ridurre la probabilità di rendimenti negativi estremi.

D'altro canto, restrizioni sulle vendite allo scoperto potrebbero anche determinare l'effetto opposto, e incrementare la probabilità di rendimenti negativi estremi. Questo perché in presenza di vincoli, quando l'informazione negativa diventa pubblica, ci saranno degli aggiustamenti delle quotazioni molto più forti nel caso di notizie negative piuttosto che positive, dal momento che le notizie negative non sono state precedentemente incorporate nei prezzi.

Questo aspetto, insieme alle altre conseguenze derivanti dai vincoli sulla vendita allo scoperto, viene messo in risalto all'interno di un interessante articolo del 2010 pubblicato dal Professore Pedro A.C. Saffi della IESE Business School di Barcellona; in particolare, il Professore, attraverso uno studio che va dal 2005 al 2008 e che riguarda 12.600 azioni appartenenti a 26 diversi Paesi mette in luce come, utilizzando diverse proxy che rispecchiano determinati vincoli sullo *short selling*, viene ridotta in maniera significativa quella efficienza informativa necessaria a costituire mercati finanziari più equilibrati.

Dopo la bancarotta di *Lehman Brothers* nel Settembre 2008, tutti i regolatori del mondo, inclusi la *Securities and Exchange Commission (SEC)* negli Stati Uniti e la *FSA (Financial Services Authority)* nel Regno Unito hanno introdotto alcune modifiche alla regolamentazione in materia di *Short Selling*.

Nonostante tutte queste Autorità, conoscessero bene l'utilità dello *short selling* in termini di *liquidità di mercato* ed *efficienza di prezzo*, particolari restrizioni, o addirittura divieti, hanno caratterizzato questo determinato tipo di operazione finanziaria durante quegli anni così turbolenti: questo il commento della SEC in seguito ai provvedimenti del 2008⁷¹.

“In queste inattese e straordinarie circostanze, abbiamo concluso che, per evitare una sostanziale distruzione dei mercati finanziari, è temporaneamente proibito a qualunque persona di effettuare vendite allo scoperto su titoli quotati in borsa appartenenti ad alcune società, (...).

É interesse pubblico e per la protezione degli investitori, cercare di riequilibrare e ripristinare l'ordine sui mercati finanziari. Questo intervento d'emergenza dovrebbe prevenire il declino di altri prezzi sui mercati

⁷¹ Questo comunicato può essere trovato sul sito della SEC nell'apposita sezione della regolamentazione sulla vendita allo scoperto.

causati dalle operazioni short, che determinano questa caduta anche se non esiste una principale valutazione che giustifichi questo riabbassamento o altre condizioni generali di mercato che lo causano.”

Nel Giugno 2010 anche la Germania approva un divieto di vendita allo scoperto per rispondere alla recente crisi finanziaria che ha influenzato anche i mercati dell'Eurozona; questo provvedimento si riferisce ai *Bond dei Paesi EU* e ai *Credit Default Swap*.

*“In questa situazione, una grande influenza esercitata dalle massicce operazioni di short selling sulle fluttuazioni dei prezzi dei Bond potrebbe sconfinare in un ulteriore e eccessivo movimento dei prezzi. Questo potrebbe portare a un’aggiuntiva perdita della stabilità finanziaria e quindi provocare altri svantaggi per il nostro mercato finanziario”.*⁷²

Lo scritto⁷³ analizza come alcune restrizioni operanti sullo *short selling* possono influenzare l’efficienza dei prezzi (intesa come capacità di catturare tutte le informazioni disponibili e di rifletterle in termini di prezzo attraverso un determinato grado di velocità e accuratezza) e le caratteristiche delle distribuzioni dei rendimenti azionari nel mondo. Per questo studio, l’autore, fa riferimento a due variabili legate profondamente al mercato dei prestiti azionari, l’*“equity lending market”*:

l’offerta di prestito di azioni (*the lending supply of shares*) e i costi o commissioni per il prestito (*loan fee*).

Ogni qualvolta un investitore voglia vendere allo scoperto una determinata quantità di titoli, questo deve innanzitutto trovare le azioni da prendere in prestito e, solo successivamente, può piazzarle sul mercato. Un basso livello di offerta di prestito, quindi, potrebbe essere un danno per l’operatore che in quel caso è obbligato a sopportare costi di ricerca più alti per localizzare i titoli di cui ha bisogno⁷⁴. Inoltre, una volta trovato un soggetto disponibile a prestare le sue azioni, l’investitore, deve sostenere ulteriori spese, le cosiddette *loan fee* o costi per il prestito. Potremmo tradurre questi casi, di basso livello di disponibilità a prestare titoli e alto livello di commissioni, per il prestito momentaneo di questi strumenti, come dei vincoli più restrittivi per lo *short selling*; anche se, un aumento delle *loan fee*, potrebbe anche avere a che fare con un incremento della domanda di titoli o un decremento sulla disponibilità a prestare titoli. Quindi, delle alte commissioni per il prestito delle azioni potrebbero anche non essere giustificate da una politica restrittiva sui vincoli applicati per

⁷² Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin). Federal Financial Supervisory Authority. 2010

⁷³ Pedro A. C. Saffi; *Price Efficiency and Short Selling*, 2010.

⁷⁴ Duffie, Garleanu e Pedersen; *Securities Lending, Shorting and Pricing (Journal of Financial Economics)* 2002

lo *short selling*. Proprio per questo, i costi per il prestito titoli non possono essere esaminati separatamente dal livello di *lending supply* se si vuole evidenziare l'impatto delle restrizioni sulle operazioni di *short selling*⁷⁵.

L'articolo giunge a conclusioni ampiamente condivisibili che evidenziano come queste due proxy possano influenzare la distribuzione dei prezzi intesa principalmente come distruzione normale dei rendimenti. Innanzitutto, titoli azionari con una limitata offerta di prestito possiedono una minore efficienza di prezzo; un più alto livello di *lending supply*, invece, è associato a un grado maggiore di asimmetria negativa dei prezzi e, ovviamente, a una più bassa capacità di raggiungere estremi picchi di rialzo. Lo squilibrio verso uno spostamento a sinistra della distribuzione dei prezzi è dato dai meno frequenti rendimenti positivi, questi ultimi facilitati ovviamente quando esistono vincoli sullo *short selling*. Tuttavia, viene dimostrata la relazione negativa tra vincoli sullo *short selling* e l'efficienza informativa dei prezzi e come l'offerta di prestito dei titoli può essere un importante driver in grado di portare verso un più accurato e giusto livello di prezzi.

L'ipotesi principale sulla quale si basa questo lavoro di ricerca è questa: qualsiasi vincolo sullo *short selling* abbassa il contenuto informativo presente nei prezzi degli assets.⁷⁶

Per dimostrare questa ipotesi, vengono introdotte nuove misure di vincoli sullo *short selling* e queste vengono usate per spiegare le varie proxy che vengono utilizzate per determinare il livello di efficienza di un determinato titolo finanziario.

La prima misura di efficienza di prezzo presa in considerazione è quella della *correlazione incrociata* tra il rendimento azionario del titolo e quello del mercato locale di riferimento del periodo precedente⁷⁷.

$$\rho^{Cross} = Corr(r_{i,t}, r_{m,t-1})$$

Per esempio, il rendimento settimanale dell'azione al tempo t e il valore del rendimento di mercato locale riferito all'azione stessa al tempo $t-1$. Dal momento che la correlazione è compresa tra -1 e 1, applicando la trasformazione $\ln[(1+\rho)/(1-\rho)]$ avremo come risultato una prima proxy utilizzabile per testare la nostra efficienza.

⁷⁵ Cohen, Diether, and Malloy; *Supply and Demand shifts in the Shorting Market* (The Journal of Finance) 2007

⁷⁶ Questa ipotesi è basata sugli studi teorici approfonditi precedentemente da:

Merton H. Miller; *Debt and Taxes*, 1977 (The Journal of Finance).

Diamond e Verrecchia; *Constraints on Short Selling and asset price adjustment to private information* (Journal of Financial Economics), 1987.

Duffie, Garleanu e Pedersen; *Securities Lending, Shorting and Pricing* (Journal of Financial Economics) 2002.

Bai, Chang e Wang; *Asset prices under short-sale constraints* 2006.

⁷⁷ Bris, Goetzmann e Zhu; *Efficiency and the Bear: Short sales and Markets around the world* (The Journal of Finance) 2007

Un altro modo per testare l'efficienza dei prezzi è il *Variance Ratio* dei rendimenti azionari campionato a frequenze differenti⁷⁸. L'assenza di autocorrelazione rende la varianza dei rendimenti azionari una funzione lineare della frequenza con la quale questi sono calcolati. Quindi, una volta stimata in valore assoluto la varianza mensile dei rendimenti, dividiamo questa per 4 volte la varianza dei rendimenti settimanali, sottraiamo 1 e calcoliamo il valore assoluto. Il risultato della VR dovrebbe essere uguale a zero sotto l'ipotesi nulla che i prezzi seguono una *random walk*.

Tuttavia, queste misure non catturano alcuna correlazione che $r_{i,t}$ e $r_{m,t-1}$ potrebbero avere con alcune variabili omesse, come gli indici di rendimento di mercato locale o globale riferiti allo stesso periodo o di periodi ancora precedenti. Questo potrebbe rappresentare un grave problema specialmente per quei mercati meno sviluppati, dove, considerando una percentuale di trading molto bassa, avvengono notevoli ritardi nell'incorporazione di nuove informazioni all'interno dei valori di prezzo⁷⁹.

Per cercare di risolvere questi limiti, dunque, si fa riferimento ad altre due misure di efficienza⁸⁰.

Se gli investitori non possono incorporare completamente le informazioni nel prezzo odierno, allora avverrà un graduale assorbimento di queste informazioni nel prezzo col passare del tempo. Il ritardo di questo nuovo adeguamento di prezzo viene misurato da un modello regressivo di mercato usando i precedenti rendimenti dell'indice di mercato locale e i rendimenti presenti dell'indice globale. Ovviamente, maggiore è il potere esplicativo di questi ritardi, maggiore è il ritardo nel rispondere alle informazioni.

Per ogni azione, viene stimata una regressione del rendimento nella settimana t .

$$R_{i,t} = \alpha_i + \beta_i * r_{m,t} + \sum_{n=1}^4 \delta_i(-n) * r_{m,t-n} + \gamma_i * r_{w,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Dove $r_{i,t}$ rappresenta il rendimento dell'azione i nella settimana t ; $r_{m,t-n}$ è il valore corrispondente al rendimento di mercato nazionale nella settimana $t-n$; e $r_{w,t}$ è l'indice di rendimento globale nella settimana t . Prendendo in considerazione solo gli impatti sui prezzi derivanti dal mercato nazionale; la prima misura di ritardo D1 relaziona il valore di R^2 (coefficiente di determinazione) della regressione precedente con quello ottenuto quando il valore $\delta_i(-n)$ viene imposto uguale a zero.

⁷⁸ Lo e MacKinlay; *Stock Market Prices do not follow Random Walks: Evidence from a simple Specification Test (The Review of Financial Studies)* 1988.

⁷⁹ Harvey; *Predictable Risk and Returns in Emerging Markets (The Review of Financial Studies)* 1995.

⁸⁰ Hou e Moskowitz; *Market Frictions, Price Delay and the Cross-Section of Expected Returns (The Review of Financial Studies)* 2005.

$$D1_i = 1 - \frac{R^2 \delta_i(-n) = 0, \forall n \in [1, 4]}{R^2}$$

Più grande sarà questo valore, più rilevante sarà la variazione dei prezzi catturati in ritardo dagli indici di rendimento; questo implica ovviamente un maggiore ritardo nell'assorbimento di nuove informazioni nel prezzo dell'azione. Questo primo indice, però, non tiene conto delle variabili di mercato ritardate; per questo ne esiste un secondo

$$D2_i = \frac{\sum_{n=1}^4 |\delta_i(-n)|}{|\beta_i| + \sum_{n=1}^4 |\delta_i(-n)|}$$

Questa misura cattura la grandezza di tutti i coefficienti ritardati relazionandola alla grandezza dei coefficienti di mercato. Si usa il valore assoluto perché questo indicatore misura la distanza da zero, a prescindere dal segno.

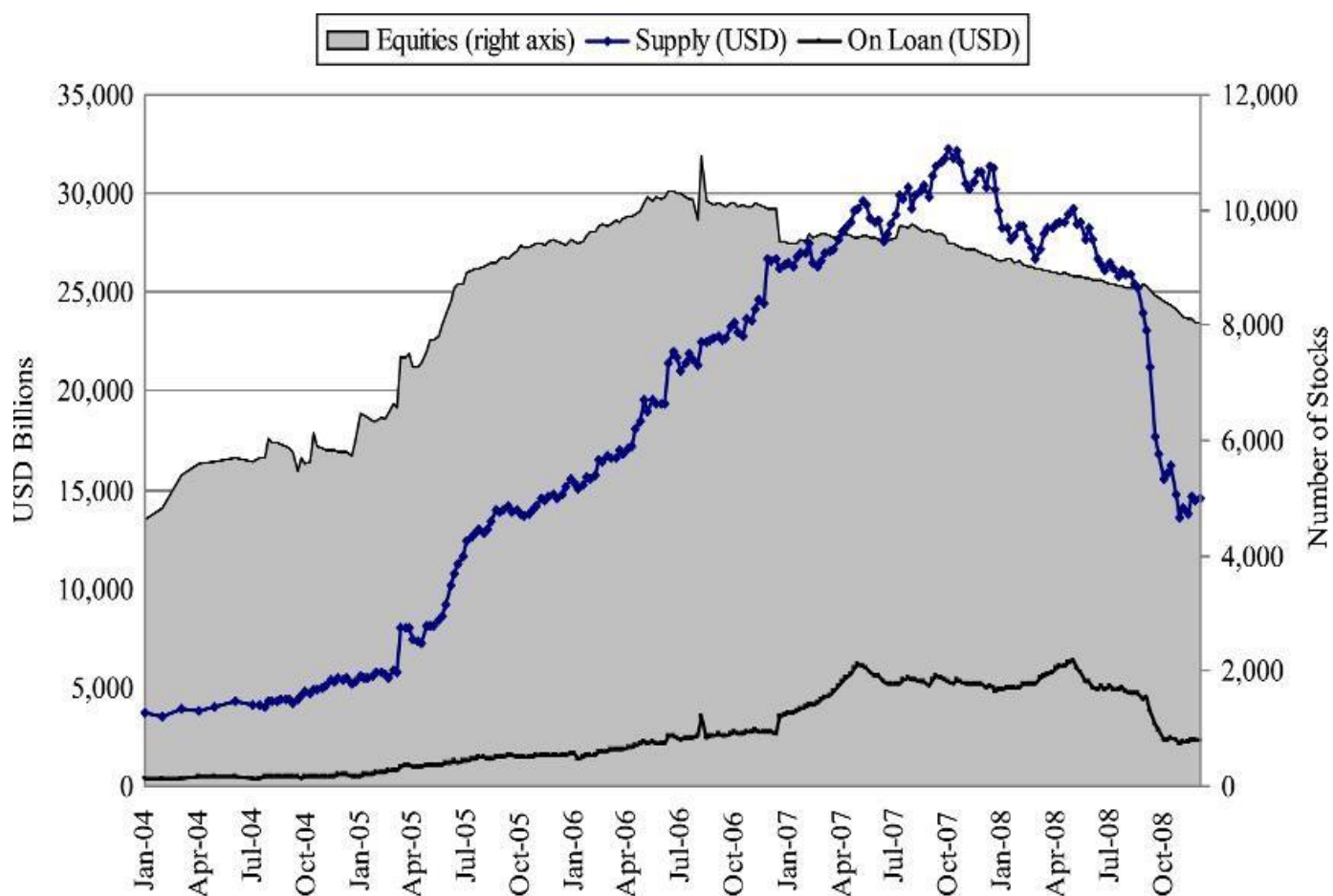
Le vendite allo scoperto sono state considerate da sempre come un fattore che nel corso degli anni ha portato squilibrio sui mercati finanziari: possiamo ricordare per esempio il crash del 1929, oppure il Black Monday del 1987, prima della crisi finanziaria che ha colpito i nostri mercati ultimamente⁸¹. Sebbene molti ricercatori abbiano evidenziato come una maggiore restrizione sullo *short selling* porti a una riduzione notevole nella velocità di adattamento dei prezzi, è anche rilevante sottolineare che, da un punto di vista regolamentare, permettere e facilitare le vendite allo scoperto in un determinato sistema finanziario porterebbe i vari titoli a raggiungere con una maggiore probabilità rendimenti negativi estremi. Proprio per queste ragioni, la SEC (*Securities and Exchange Commission*) negli Stati Uniti e la FSA (*Financial Services Authority*) nel Regno Unito hanno deciso di vietare per un breve periodo di tempo le operazioni di *short selling* dopo il fallimento di Lehman Brothers⁸². Il regolatore, infatti, mette in atto queste misure cautelative, che vincolano le vendite allo scoperto per riassetare la volatilità su quel determinato mercato e per evitare rendimenti estremamente negativi su quei determinati assets; in sintesi, c'è un trade-off da pagare per queste particolari operazioni. Allentando la presa sulle vendite allo scoperto e facilitando queste nei diversi contesti finanziari, si raggiunge una maggiore efficienza informativa dei prezzi; eventuali *bad news* verranno incorporate più velocemente nelle nuove quotazione. D'altra parte, la possibilità di andare short su un determinato strumento aumenta la probabilità di osservare rilevanti rendimenti negativi che potrebbero essere motivo di turbolenza per il sistema finanziario di ogni paese.

⁸¹ Ulteriori analisi possono essere trovate in Lamont; *Anomalies: The law of one price in Financial Markets (Journal of Economics Perspectives)*(2003).

⁸² Boehmer, Jones e Zhang; *Shackling Short Sellers: The 2008 Shorting Ban* (2009).

3.2 Lending Supply

I dati proposti sul mercato dello *short selling* sono stati reperiti da Data Explorers, una società che colleziona informazioni dalle aziende più grandi che operano nell'industria dei prestiti di strumenti finanziari⁸³. In particolare, questi dati si riferiscono al periodo che va da Gennaio 2004 a Dicembre 2008⁸⁴ e fanno riferimento agli assets disponibili per lo *short selling* e al numero di transazioni di vendite allo scoperto effettivamente realizzate.



La figura mostra, nel complesso, il mercato globale dello *short selling* in un periodo incredibilmente significativo all'interno della storia dei mercati finanziari.

L'asse di destra rappresenta il numero di azioni coinvolte nell'analisi, mentre quello di sinistra tiene conto, in termini monetari, il valore dell'offerta dei titoli e l'effettivo utilizzo di questa offerta. Nel Dicembre 2008 per esempio, c'erano 15 trilioni di azioni disponibili al prestito, circa il 20% della capitalizzazione di mercato

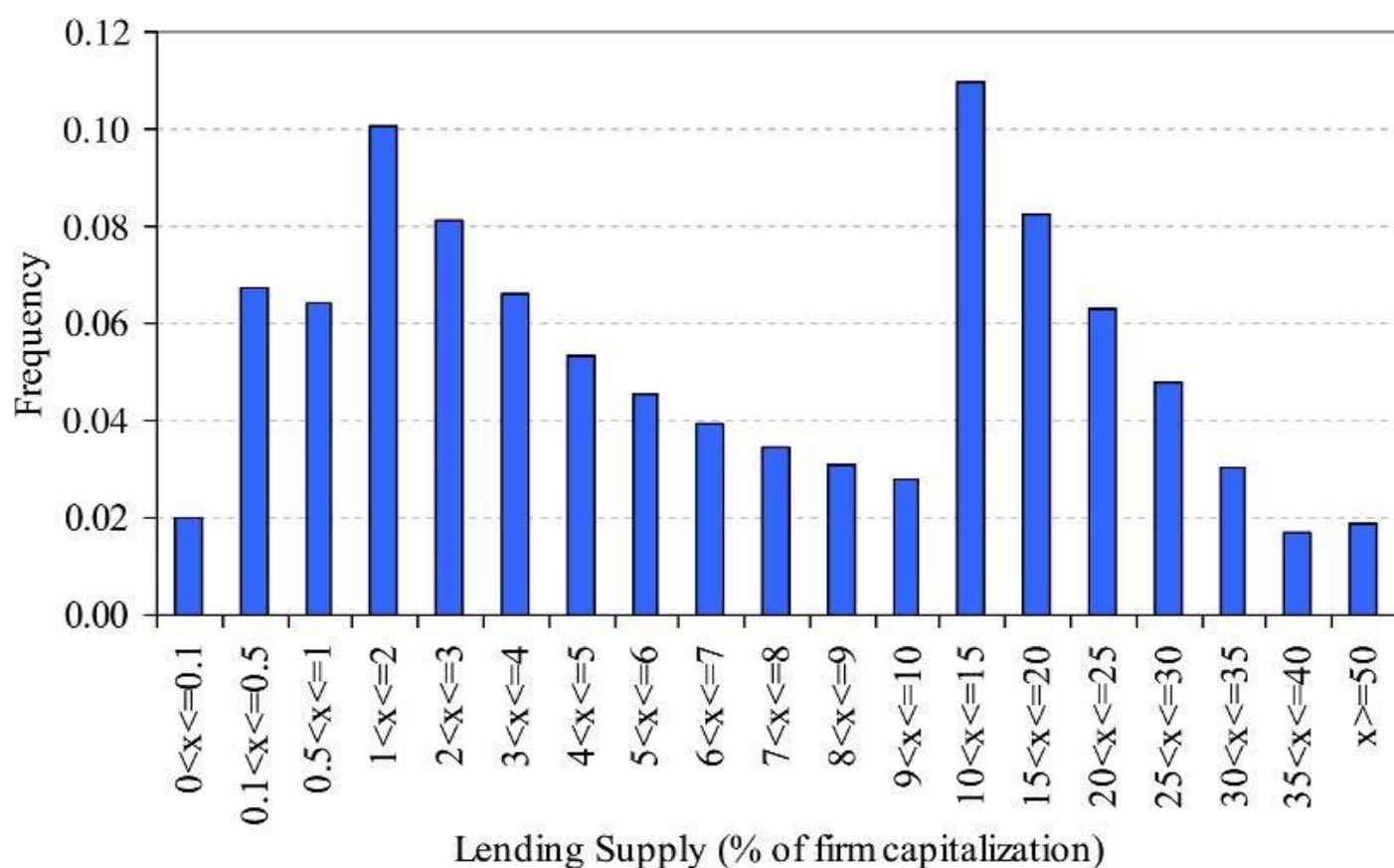
⁸³ Quelle principali sono: ABN Amro, Mellon e State Street. Il totale di queste società che accompagnano le aziende in questo campo è 10 per ogni azienda.

⁸⁴ I dati sono forniti secondo una frequenza settimanale dal 2004 al 2006 e secondo una frequenza giornaliera successivamente.

totale; di questo ammontare, 3 trilioni sono stati realmente utilizzati, ciò corrisponde, dunque, a un livello di utilizzo del 20% circa.

Possiamo definire l'offerta di prestito per una determinata azione i al tempo t come rapporto tra il valore delle azioni offerte e la capitalizzazione di mercato

$$Lending\ Supply_{i,t} = \frac{Value\ of\ Shares\ Supplied_{i,t}}{Market\ Capitalization_{i,t}}$$



Questo grafico mostra la distribuzione dell'offerta come percentuale della dimensione della società tra Gennaio 2004 e Dicembre 2008. L'asse verticale indica la frequenza di aziende con una media settimanale di offerta prestiti mostrata in ogni intervallo sull'asse verticale. Un istogramma con la distribuzione di offerta per il prestito titoli rappresentata come frazione della capitalizzazione dell'impresa.

Sotto questo aspetto, esiste una variazione abbastanza accentuata nell'offerta del prestito con circa il 25% delle aziende aventi meno del 2% della loro capitalizzazione disponibile per lo *short selling*.

Le azioni effettivamente utilizzate per transazioni di vendite allo scoperto, spesso, vengono analizzate in coppia con i costi pagati per avviare queste particolari tipologie di operazioni (*lending fee*) per monitorare eventuali shock su domande e offerta di prestito titoli⁸⁵. Questi dati ci servono ad evidenziare impatti diretti dell'offerta "di *short selling*" sull'insieme delle attività finanziarie riguardanti imprese che rientrano in operazioni di vendita allo scoperto, in particolare come queste transazioni influenzano il prezzo dell'azione e la distribuzione dei rendimenti.

⁸⁵ Cohen, Diether, and Malloy; *Supply and Demand shifts in the Shorting Market (The Journal of Finance)* 2007.

3.3 Loan Fee

I costi per lo *short selling*, o le commissioni per avviare un'operazione di questo tipo possono essere divisi in due tipologie; questo dipende dal tipo di garanzia che si utilizza per definire il processo di vendita allo scoperto. Se chi prende a prestito le azioni utilizza cash (*collateral*; dominante negli Stati Uniti per lo *short selling*) allora la "*loan fee*" è definita dalla differenza tra il tasso risk-free e il tasso pagato per il collateral (*rebate rate*). Se, invece, l'operazione viene definita utilizzando altre attività come garanzia, (come i Titoli di Stato) le commissioni vengono negoziate direttamente tra il proprietario delle attività e il venditore allo scoperto.

$$\text{Loan fee}_{n,i,t} = \begin{cases} \text{Fee} \\ \text{Risk free rate}_t - \text{Rebate Rate} \end{cases}$$

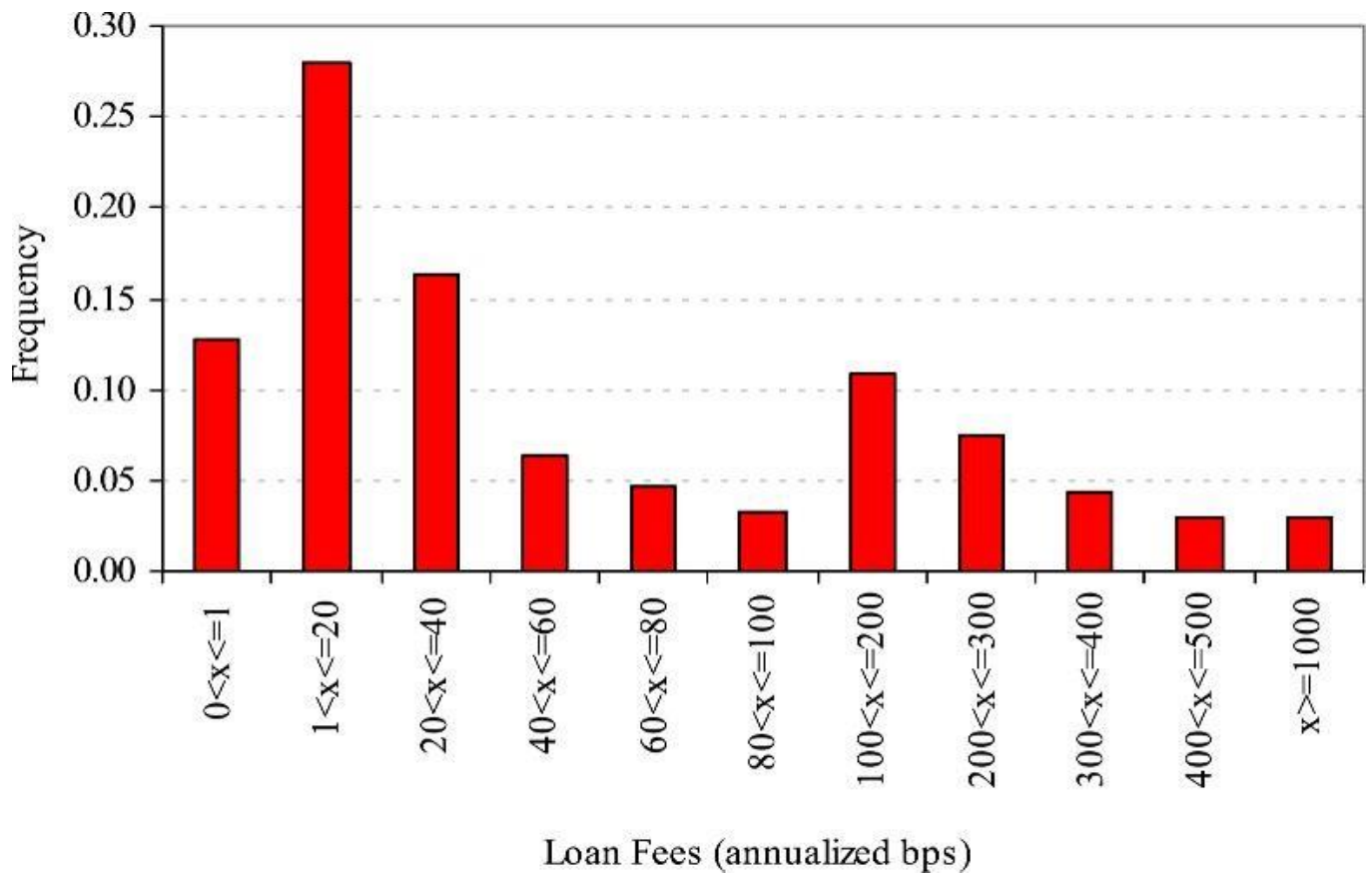
Le operazioni di *short selling* possono essere ulteriormente divise in due categorie: prestiti a tempo indeterminato, rinegoziabili ogni giorno e prestiti a tempo determinato che presentano clausole predefinite e una chiara scadenza.

Il tasso *overnight risk free*, quando il collaterale è rappresentato da moneta, è usato per le posizioni short a tempo indeterminato: Il *Fed Open rate* è usato per prestiti montati su un collaterale depositato in dollari, mentre sull' *EONIA (Euro Overnight Index Average)* si basano quelle transazioni caratterizzate da garanzie in euro. Il tasso *risk free* usato come proxy per altre valute è invece il LIBOR o il tasso del mercato monetario locale.

La *Loan Fee* di una data azione, in un determinato periodo di tempo, è calcolata in base all'ammontare di titoli prestati in quel momento usando la seguente formula:

$$\text{Loan Fee}_{i,t} = \sum_{n=1}^{N_{i,t}} \left[\frac{\text{Loan Amount}_{n,i,t}}{\sum_{n=1}^{N_{i,t}} \text{Loan Amount}_{n,i,t}} * \text{Loan Fee}_{n,i,t} \right]$$

Dove n indica la transazione, i rappresenta il titolo, t esprime la settimana in cui l'operazione viene definita e $N_{i,t}$ è il numero totale delle posizioni su vendite allo scoperto ancora aperte per il titolo i nella settimana t .⁸⁶



⁸⁶ Risultati non mostrati in questo lavoro mostrano una relazione negativa tra le loan fees e la dimensione della transazione

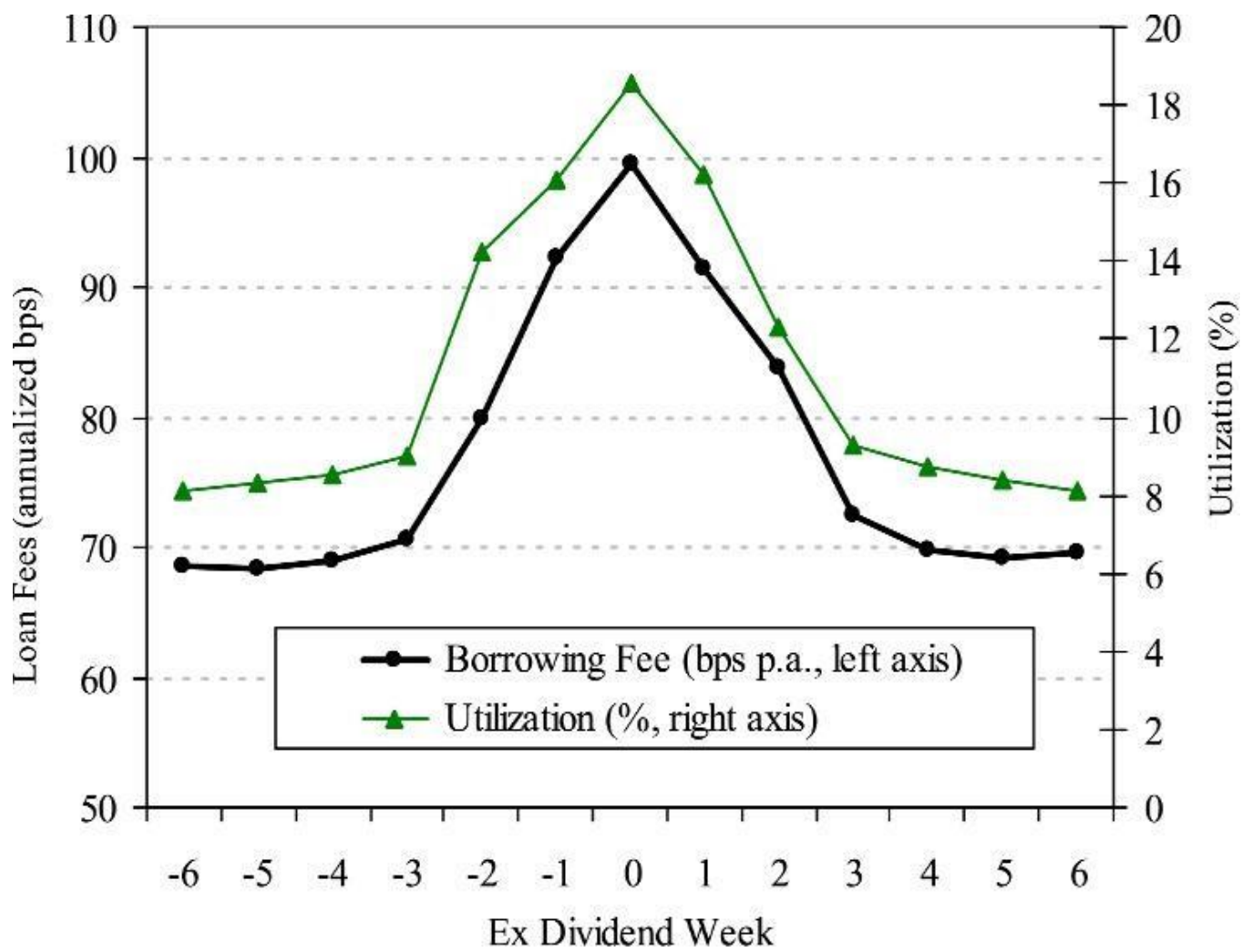
Questo grafico mostra il valore medio settimanale di *loan fees* espresse in punti base annuali, calcolato tra Gennaio 2004 e Dicembre 2008. L'asse verticale spiega la distribuzione di imprese che fanno riferimento a commissioni sullo *short selling* riportati sull'asse orizzontale. La figura dimostra come il livello di costi sopportati per avviare un'operazione di vendita allo scoperto sia altamente asimmetrico; con la maggior parte delle imprese (circa il 75%) legate a commissioni abbastanza economiche (meno di 60 punti base per anno). A queste azioni viene spesso riconosciuto dagli operatori il termine *general collateral* rientrando appunto nella media di loan fee annuale; circa il 20% delle posizioni è invece definito come *specials*, questo perché utilizzano commissioni che superano i 100 punti base. Esiste inoltre un altro 5% che supera addirittura la soglia dei 400 bps.

Ulteriori ricerche hanno poi approfondito il notevole aumento di posizioni allo scoperto prima del periodo dei *dividend payments*, questo fenomeno è ampiamente giustificato da investitori risiedenti in paesi che permettono una legislazione appetibile sotto il punto di vista del regime fiscale dei dividendi.

Questo “*cambiamento di proprietà*” dei diversi strumenti finanziari è, infatti, solitamente espresso come *tax arbitrage* (arbitraggio sulla tassazione)⁸⁷ e si riflette ovviamente con l'aumento dei costi per il prestito dei titoli.

⁸⁷ Mc Donald; *Cross-Border Investing with Tax Arbitrage: The Case of German Dividend Tax Credits* (The Review of Financial Studies) 2001.

Rydqvist e Dai; *Investigation of the costly arbitrage model of Price Formation around the ex-dividend day in Norway*. 2009.
Christoffersen; *Estimation Risk in Financial Risk Management* (Journal of Risk) 2005.



Questo grafico mette in relazione le *loan fees* con il volume di posizioni allo scoperto aperte nel periodo adiacente ad una distribuzione di dividendi. In particolare, il calcolo si basa sulla media dei costi sostenuti per vendere allo scoperto, questi giustificati dal tasso di effettiva posizione corta per le azioni di ogni azienda presa in esame; il periodo di riferimento è sempre quello che va da Gennaio 2004 a Dicembre 2008 ma l'orizzonte temporale di analisi è rappresentato dalle 6 settimane antecedenti e dalle 6 settimane successive alla data nella quale i dividendi vengono pagati.

La figura mostra chiaramente l'andamento delle commissioni da pagare correlato positivamente dal grado di utilizzazione di posizioni *short*.

L'incremento medio delle *loan fees* è circa del 50% con i costi che si muovono da una media dello 0.75% riferita a 6 settimane prima della distribuzione dei dividendi, giungendo poi a 105 punti base nella settimana antecedente il pagamento.

Il tasso di utilizzazione (posizioni *short* aperte su quel titolo rapportate con l'offerta di prestito per quel determinato asset), inoltre, evidenzia ancora meglio il *tax arbitrage* citato in precedenza; le posizioni infatti triplicano quasi, passando da un 7% a un 18% di utilizzo.

Un'altra possibile variabile nell'utilizzo del prestito dei titoli potrebbe essere quella del *diritto di voto* nelle assemblee societarie. Tuttavia, dai dati raccolti da alcuni ricercatori che volevano approfondire questo fenomeno non risulta alcuna evidenza empirica che il prezzo da dover sopportare per aprire una posizione corta risulti influenzato in prossimità delle assemblee di voto⁸⁸.

⁸⁸ Christoffersen; *Vote Trading and Information Aggregation (The Journal of Finance)* 2007.

3.4 Liquidità e costi di transazione

Le vendite allo scoperto incrementano il livello di liquidità sul mercato, poiché aumentano il numero di potenziali venditori (e futuri acquirenti). Questo si traduce in un incremento dei volumi di vendita e in una riduzione dei costi di transazione, ovvero dello spread denaro/lettera (*bid-ask spread*). Eventuali vincoli sulle vendite allo scoperto potrebbero quindi aumentare il livello dei costi di transazione e spingere gli investitori a richiedere maggiori rendimenti, causando una riduzione dei corsi azionari.

Recenti studi hanno provato ad illustrare i diversi fattori che potrebbero esprimere una diversa efficienza informativa dei prezzi tra le varie imprese; tuttavia, una volta considerate le differenze strutturali tra le diverse aziende, è stato verificato che il prezzo azionario trattato nei mercati emergenti presenta lo stesso grado di efficienza delle azioni scambiate nei mercati più sviluppati⁸⁹.

Non esiste, infatti, alcuna correlazione con altri fattori riguardanti il contesto economico o quello legislativo e nemmeno le varie politiche di *corporate governance* possono influire su una maggiore efficienza. Le differenze sono spiegate, invece, nella caratteristica dell'azienda che, in mercati emergenti, tende ad essere più piccola e conseguentemente ad avere azioni più costose da trattare rispetto a quelle acquistabili in contesti economici più sviluppati⁹⁰.

Dato il potenziale collegamento tra vincoli sulle vendite allo scoperto e liquidità e costi di transazione, è essenziale sottolineare questa ipotesi sulla quale si basa la nostra regressione; il livello stimato dei costi di transazione non è disponibile per azioni internazionali.⁹¹

Per cercare di catturare eventuali connessioni tra restrizioni sullo *short selling* e livello di liquidità del titolo o costi di transazione dello stesso, si possono effettuare calcoli basati su un orizzonte temporale mensile o settimanale che illustrano il grado di liquidità e i costi di transazione da sostenere.⁹²

Si può considerare ad esempio l'ammontare totale dei titoli scambiati in una settimana e rapportare questa cifra alla capitalizzazione della società (*Total share Turnover*); un'altra misurazione tiene conto

⁸⁹ Griffin, Kelly e Nardari; *Are Emerging Markets More Profitable? Implications for Comparing Weak and Semi-Strong Form Efficiency* 2009.

⁹⁰ Lesmond; *Liquidity of Emerging Markets (Journal of Financial Economics)* 2005.

⁹¹ Eccezioni possono essere trovate su:

Chiyachantana; *International Evidence on Institutional Trading Behavior and Price Impact (The Journal of Finance)* 2004.

Eleswarapu e Venkataraman; *The Impact of Legal and Political Institutions on Equity Trading Costs: A Cross-Country Analysis (Review of Financial Studies)* 2006.

⁹² Lesmond, Ogden e Trzcinka; *A new estimate of transaction costs (Review of Financial Studies)* 1999.

Lesmond; *Liquidity of Emerging Markets (Journal of Financial Economics)* 2005.

Griffin, Nardari e Stulz; *Do Investors Trade More When Stocks Have Performed Well? Evidence from 46 Countries (The Review of Financial Studies)* 2007.

dell'incidenza dello *zero weekly returns* in un determinato *trading year*, questa cifra determinata da un modello dove gli investitori non realizzano nessuna contrattazione tranne quando accade che il profitto atteso è al di sotto dei costi di transazione, rendendo l'assenza di rendimento una valida proxy proprio per i costi di transazione⁹³; si può anche considerare la media settimanale (calcolata in un anno) del bid-ask spread, definita come differenza tra le quote di bid e ask fornite al termine di ogni contrattazione giornaliera e dividerla per la media totale dei due indicatori⁹⁴.

Infine, il flottante (la porzione di capitale che una determinata società permette di scambiare su un particolare mercato agli investitori ordinari) può essere utilizzato come una variabile importante da tenere in considerazione soprattutto per l'aspetto della liquidità. Un maggiore flottante, infatti, permette contrattazioni più immediate e meno costose da realizzare; questo determina naturalmente una maggiore liquidità per quel determinato genere di strumenti finanziari.

Gli studi empirici che analizzano gli effetti delle vendite allo scoperto sulla liquidità dei mercati mostrano che l'attività di *short selling* aumenta l'offerta di liquidità, contribuendo così a migliorare la qualità dei mercati. Tutti gli studi sul tema infatti trovano che l'imposizione di misure restrittive alla pratica delle vendite allo scoperto determina una riduzione della liquidità e un conseguente aumento dei costi di transazione – misurati ad esempio tramite lo spread denaro-lettera.

⁹³ Bekaert, Harvey e Lundblad; *Liquidity and Expected Returns: Lessons from Emerging Markets* (The Review of Financial Studies) 2007.

⁹⁴ Lesmond; *Liquidity of Emerging Markets* (Journal of Financial Economics) 2005.

3.5 Analisi sulle misure di efficienza dei prezzi

Precedentemente è stato spiegato come alcune proxy potrebbero esprimere il collegamento esistente tra alcuni vincoli sullo *short selling* e i diversi livelli di efficienza dei prezzi dei titoli, con “offerta di prestito titoli” e “costi per aprire una posizione corta” utilizzate come variabili esplicative.

Si è parlato della correlazione incrociata dei vari rendimenti azionari, basata sul valore assoluto della correlazione mostrata tra i rendimenti azionari attuali e i rendimenti di mercato passati (ρ^{Cross})⁹⁵.

Nella tabella successiva, i risultati mostrati nella prima colonna del Panel A, dicono che un aumento della volatilità nell’offerta di prestito titoli comporta una riduzione della correlazione incrociata pari allo 0.1 della volatilità nell’offerta.

Un’altra misura utilizzata è quella della *Variance Ratio (VR)*⁹⁶, data dal valore assoluto del rapporto tra la varianza dei rendimenti mensili e quattro volte la varianza dei rendimenti settimanali, il totale meno uno; nella seconda colonna della tabella è evidenziato come un abbassamento nell’offerta dei titoli o un rialzo nelle commissioni da sostenere determinino una deviazione abbastanza sostenuta da un processo di *random walk* nelle quotazioni dei prezzi.

Esistono poi le misure di ritardo nei prezzi che tengono conto di altre variabili non considerate nei primi due metodi. *D1* e *D2*, infatti, utilizzano l’importanza dei rendimenti passati del mercato globale e di quello locale riferito all’asset, per spiegare i rendimenti azionari, considerando ovviamente anche quelli presenti⁹⁷.

D1 si basa sull’aumento di R^2 dopo aver aggiunto informazioni provenienti dai rendimenti passati del mercato locale; *D2* invece mette in luce l’importanza degli altri rendimenti passati per l’efficienza di quel prezzo.

La tabella mostra che i due valori sono negativamente correlati all’offerta di prestito titoli.

⁹⁵ Bris, Goetzmann e Zhu; *Efficiency and the Bear: Short sales and Markets around the world (The Journal of Finance)* 2007.

⁹⁶ Lo e MacKinlay; *Stock Market Prices do not follow Random Walks: Evidence from a simple Specification Test (The Review of Financial Studies)* 1988.

Griffin, Kelly e Nardari; *Are Emerging Markets More Profitable? Implications for Comparing Weak and Semi-Strong Form Efficiency* 2009.

⁹⁷ Hou e Moskowitz; *Market Frictions, Price Delay and the Cross-Section of Expected Returns (The Review of Financial Studies)* 2005.

Panel A: Main Sample					Panel B: Including B/M & Free Float Data				
	ρ^{Cross}	VR	D1	D2		ρ^{Cross}	VR	D1	D2
Supply	− 0.100	− 0.060	− 0.097	− 0.080	Supply	− 0.077	− 0.059	− 0.087	− 0.060
	[0.047]*	[0.019]+	[0.015]+	[0.024]+		[0.035]*	[0.018]+	[0.017]+	[0.032]**
Fee	0.015	0.014	0.000	− 0.021	Fee	0.011	0.000	− 0.003	− 0.007
	[0.020]	[0.004]+	[0.009]	[0.006]+		[0.025]	[0.006]	[0.014]	[0.017]
ADR or GDR	0.083	0.146	0.080	− 0.034	ADR or GDR	0.044	0.087	0.073	− 0.018
	[0.119]	[0.104]	[0.054]	[0.026]		[0.128]	[0.076]	[0.096]	[0.092]
Market Cap	− 0.206	0.032	− 0.336	− 0.188	Market Cap.	− 0.172	0.044	− 0.307	− 0.206
	[0.029]+	[0.031]	[0.017]+	[0.027]+		[0.034]+	[0.040]	[0.019]+	[0.031]+
Zero-return weeks	0.046	0.032	0.074	0.026	Zero-return weeks	0.069	0.029	0.103	0.059
	[0.005]+	[0.010]+	[0.015]+	[0.011]*		[0.007]+	[0.018]	[0.020]+	[0.024]*
Turnover	0.034	0.009	− 0.008	0.020	Turnover	0.038	0.006	− 0.012	0.027

Panel A: Main Sample					Panel B: Including B/M & Free Float Data				
	ρ^{Cross}	VR	D1	D2		ρ^{Cross}	VR	D1	D2
	[0.035]	[0.023]	[0.013]	[0.033]		[0.039]	[0.034]	[0.009]	[0.036]
Bid-Ask	0.019	0.080	0.148	0.059	Bid-Ask	0.059	0.058	0.224	0.111
	[0.013]	[0.024] ⁺	[0.046] ⁺	[0.022] ⁺		[0.022] ⁺	[0.030] ^{**}	[0.028] ⁺	[0.024] ⁺
Constant	− 0.005	− 0.008	− 0.004	0.002	Free Float	− 0.035	0.056	− 0.019	− 0.021
	[0.007]	[0.006]	[0.003]	[0.002]		[0.007] ⁺	[0.007] ⁺	[0.005] ⁺	[0.007] ⁺
					B/M	0.008	0.031	− 0.030	− 0.048
						[0.027]	[0.008] ⁺	[0.019]	[0.013] ⁺
					Constant	− 0.032	0.119	0.319	− 0.086
						[0.019] ^{**}	[0.005] ⁺	[0.015] ⁺	[0.009] ⁺
Obs.	19,071	19,071	19,071	19,071	Obs.	9,959	9,959	9,959	9,959
Firms	8,226	8,226	8,226	8,226	Firms	4,169	4,169	4,169	4,169
R^2	0.08	0.01	0.26	0.07	R^2	0.07	0.01	0.27	0.09

La tabella mostra il livello di *lending supply* e *loan fees* in relazione all'efficienza di prezzo misurata dal 2005 al 2008. Tutte le variabili sono normalizzate con una media pari a zero e con una deviazione standard pari a uno; queste si riferiscono alle proxy illustrate precedentemente e utilizzate per catturare il diverso livello d'efficienza sul livello dei prezzi. Le variabili esplicative, invece, sono quelle elencate a sinistra e si riferiscono: all'offerta di prestito titoli relazionata con la capitalizzazione di mercato per ogni asset (*supply*); ai costi annui annessi all'operazione *short* (*fee*); alla capitalizzazione di mercato (Market Cap); al luogo in cui i titoli vengo contrattati, se ADR (American Depositary Receipt) negli Stati Uniti, mentre se GDR (Global Depositary Receipt) nel Regno Unito; al *book-to-market ratio* (B/M); la percentuale di *zero return weeks* in un determinato anno; il flottante, come porzione di azioni disponibili per gli investitori ordinari (*free float*); e la differenza tra prezzo di acquisto e prezzo di vendita riferita a un determinato strumento (*bid-ask spread*).

Imprese con un'alta capitalizzazione di mercato, un ampio flottante e una rilevante liquidità (misurata da un basso *bid-ask spread* e da poche *zero-return weeks*) sono contraddistinte da un basso livello di ritardo nei prezzi; anche se, questa maggiore efficienza nel catturare i prezzi, può essere facilitata dai benefici sulla *disclosure* o sulla trasparenza che il titolo può sfruttare in un determinato contesto economico.

Tuttavia, l'insieme dei risultati mostrati sottolineano come eventuali restrizioni sulla vendita allo scoperto sono associate a una minore efficienza informativa dei prezzi.

Usando la media annuale di *lending supply* e quella riguardante le *loan fees* calcolate entrambe per ogni azienda tra il 2004 e il 2008 e utilizzate come benchmark per le restrizioni sullo *short selling*, i diversi studi hanno messo in risalto come queste due grandezze possono influire su uno degli aspetti più importanti riguardante il tema delle vendite allo scoperto.

Un'alta disponibilità nell'offerta di prestito titoli e un basso costo per aprire posizioni corte in termini di commissioni operative, infatti, sono associate ad un incremento nella velocità con la quale le nuove informazioni sugli asset vengono incorporate all'interno dei prezzi.

Aziende che possono disporre di una limitata *lending supply* e appesantite da ulteriori costi che gli operatori devono sopportare, risultano più lente a reagire ad eventuali shock di mercato⁹⁸; imprese più strutturate, con una rilevante capitalizzazione di mercato, o con un importante quantità di flottante a disposizione degli investitori ordinari, tendono ad avere a disposizione una maggiore efficienza in termini di prezzo; diversamente dalle società che devono sopportare un alto *bid-ask spread*, che invece riflettono una più evidente lentezza.

⁹⁸ Hou e Moskowitz; *Market Frictions, Price Delay and the Cross-Section of Expected Returns* (*The Review of Financial Studies*) 2005.

Bris, Goetzmann e Zhu; *Efficiency and the Bear: Short sales and Markets around the world* (*The Journal of Finance*) 2007.
Griffin, Kelly e Nardari; *Are Emerging Markets More Profitable? Implications for Comparing Weak and Semi-Strong Form Efficiency* 2009.

Nel complesso, la letteratura empirica che abbiamo analizzato in questo lavoro, sul tema delle vendite allo scoperto conferma, se pur con alcune eccezioni, la presenza di effetti benefici legati allo *short selling*. In particolare, gli studi empirici evidenziano che le vendite allo scoperto hanno effetti positivi sia sull'efficienza informativa dei prezzi che sulla liquidità dei mercati.

Dai dati empirici non emergono invece indicazioni chiare sugli effetti delle vendite allo scoperto sulla volatilità dei rendimenti dei titoli: mentre alcuni lavori mostrano che le vendite allo scoperto riducono la volatilità dei rendimenti dei titoli azionari, altri evidenziano l'effetto contrario. Tuttavia, gli studi che evidenziano una riduzione della volatilità in circostanze di divieto delle vendite allo scoperto si basano esclusivamente su dati infragiornalieri.

Per quanto riguarda il rischio di abuso di mercato, gli studi empirici analizzati mostrano che tale rischio appare essere particolarmente evidente in corrispondenza di operazioni di aumento di capitale e con riferimento a titoli che sperimentano un forte sbilanciamento, in negativo, tra ordini di acquisto e di vendita.

Infine, vi sono alcuni studi empirici che analizzano gli effetti derivanti dall'imposizione di un regime di trasparenza sulle vendite allo scoperto⁹⁹. In generale, tali studi mostrano che, in presenza di un regime di trasparenza, l'annuncio di vendite allo scoperto su un titolo è interpretato come un segnale negativo da parte del mercato, che reagisce vendendo il titolo e accentuando la riduzione della sua quotazione.

⁹⁹ Già prima dell'attuale crisi alcuni paesi prevedevano obblighi di *disclosure* delle operazioni di short selling. Ciò ha permesso ad alcuni studiosi di analizzare empiricamente le conseguenze di tale regime.

CONCLUSIONI

Un'azione crolla? Un intero listino borsistico è in rosso da troppo tempo? Allora i regolatori vietano le vendite allo scoperto e come per magia la caduta si arresta e i corsi azionari riprendono il loro normale andamento. Questo è il principale pensiero delle Autorità di Vigilanza di tutto il mondo, questa è stata la risposta degli operatori che devono garantire il corretto funzionamento dei mercati e assicurare una legittima tutela degli investitori. Negli ultimi 11 anni, i provvedimenti adottati dalle varie commissioni di vigilanza, hanno toccato sicuramente le operazioni delle vendite allo scoperto; dopo il duro colpo subito dal sistema finanziario americano, il propagarsi della crisi e soprattutto l'*effetto domino* causato da quella terribile notizia riguardante il fallimento del gigante *Lehman Brothers*, il mondo ha dovuto adottare delle contromisure che permettessero il riequilibrio del sistema economico-finanziario e che soprattutto non gettassero nel caos più totale i mercati che in quel tempo potevano soffrire maggiormente di effetti patologici evidenziati da continue anomalie nei listini azionari della gran parte del pianeta.

Tuttavia, come è stato ampiamente analizzato nel corso di questo lavoro, tutte queste iniziative per lo più improntate sulla concezione del "*limitare i danni*" non sempre hanno avuto sbocchi che hanno portato ad una maggiore stabilità di sistema. Anzi, si è potuto osservare, come questi provvedimenti abbiano da un lato scosso ulteriormente lo scenario finanziario del tempo, causando, a volte, ulteriori problematiche ed altre lasciando immutata la situazione che si era venuta a creare. Al giorno d'oggi è facile trarre queste conclusioni abbastanza immediate, soprattutto basandosi sulla notevole quantità di dati empirici che queste sperimentazioni hanno fornito; bisogna però ugualmente considerare che, durante quegli anni così delicati, durante quegli scossoni che hanno causato turbolenze così intense da stravolgere istituzioni finanziarie distanti migliaia di chilometri tra loro, c'era bisogno di reagire, di imporre regolamentazioni in grado di fermare la spirale negativa che si era determinata, servivano assolutamente delibere normative che arrestassero il declino o che almeno provassero a *guarire* e a salvaguardare ciò che era rimasto ancora in piedi.

L'analisi costi-benefici di questi continui provvedimenti (esibiti soprattutto dalla seconda metà del 2008 e poi revocati col passare dei mesi) studiati definitivamente, nel loro complesso, solamente al termine della crisi finanziaria quando i mercati hanno ritrovato il loro equilibrio e si sono riallineati alle performance pre-crisi, evidenzia una situazione sfavorevole nella quale sono stati persi, oltre a fattori di efficienza e di rapidità in termini di mercato, anche quei margini di solvibilità che erano garantiti per le istituzioni più vulnerabili.

Ad esaminare gli interventi imposti durante la crisi subprime del 2008/09 e quella successiva del debito pubblico del 2011/12, è stato uno studio pubblicato dall'ESRB¹⁰⁰. Oggetto di questa indagine sono stati tutti i titoli finanziari, affetti da qualsiasi forma di vincolo o limitazione, e confrontati con quegli asset che invece hanno conservato quel regime di libertà presente prima di qualsiasi turbamento finanziario. Oltre a un significativo aumento della volatilità su quei determinati strumenti, si è registrato un notevole peggioramento della probabilità di default ed un'ulteriore dispersione dell'efficienza informativa di quei titoli nel corso del tempo.

Le cifre e i dati analitici, mostrati in questo scritto, sono stati raccolti principalmente per verificare gli effetti di queste politiche restrittive adottate per contenere il dilagarsi della crisi e per evitare ulteriori shock di mercato che avrebbero potuto portare numerosi contesti verso la catastrofe. Tuttavia, i dati e le cifre esaminate, mettono in luce un'influenza spesso destabilizzante di queste normative, che colpiscono il mercato e che più di una volta si rivelano inutili o addirittura peggiorative. Uno dei principali obiettivi di queste manovre strutturali di mercato, che puntavano al miglioramento di una situazione già complicata, era sicuramente quello di bloccare la caduta dei corsi azionari e invertire la rotta in termini di rendimento.

Si potrebbe facilmente intuire, come, bloccando le vendite allo scoperto di un determinato titolo azionario, questo dovrebbe statisticamente manifestare un'asimmetria positiva che garantirebbe maggiori rendimenti positivi escludendo dalle sue valutazioni le informazioni negative che potrebbero colpire l'azione nel senso opposto.

Nonostante questa osservazione sia coerente e ipotizzabile soprattutto da un punto di vista teorico, le evidenze empiriche illustrate precedentemente, dimostrano che politiche solitarie improntate alla restrizione di qualsiasi operazione sullo *short selling* raramente portano i frutti sperati se non vengono accompagnate da altri provvedimenti o decreti che favoriscano la salvaguardia e lo sviluppo di mercati finanziari efficienti in grado di assicurare il giusto funzionamento a tutti gli operatori. Il caso emblematico è quello degli Stati Uniti affrontato precedentemente, negli USA, infatti, è stato favorito un regime in grado di sostenere le principali istituzioni finanziarie del paese, di arrestare quanto prima il fenomeno della crisi, avviando le giuste contromisure da applicare a quella situazione così incredibilmente delicata; grazie a ciò è stato possibile ricostituire nel minor tempo possibile l'integrità dei mercati e soprattutto, pagando un prezzo sostenibile in termini di costi per l'economia, si sono evitati ulteriori fallimenti che avrebbero potuto minare seriamente la solvibilità dell'intero sistema bancario americano.

¹⁰⁰ European Systemic Risk Board, organizzazione guidata da Mario Draghi che dal 2010 ha il compito di sorvegliare il sistema finanziario dell'Unione Europea e di prevenire i rischi sistemici.

Tornando ai giorni nostri e analizzando casi sicuramente più vicini alla nostra attualità, si nota come queste evidenze analitiche si sono in un certo senso riconfermate anche nei periodi successivi; casi destabilizzanti che seguivano provvedimenti di divieti di *covered short selling* si sono verificati anche negli ultimi anni, dove, le probabilità di default, calcolate per le banche o per altre istituzioni finanziarie colpite da questo particolare provvedimento, crescevano fino a otto volte rispetto a quelle rilevate su altri titoli oggetti del provvedimento.

Queste reazioni, possono in un certo modo essere interpretate come una risposta ad emanazioni normative che, in effetti, sottolineano questi divieti come un segnale del fatto che le autorità regolamentari siano in possesso di informazioni di gran lunga ancor più negative sulla solvibilità delle società, specialmente delle banche¹⁰¹. Questo effetto è sicuramente paradossale dal momento che tali norme sono state create appositamente per evitare problemi simili o per alleggerire la pressione intorno agli istituti di credito più deboli.



Figura: IL CASO MPS.

¹⁰¹ Marco Pagano e Saverio Simonelli, Università Federico II di Napoli, curatori della ricerca della Cass Business School.

Quest'ultimo grafico fa riferimento al caso MPS, in particolare al prezzo del titolo relativo all'indice Ftse Mib: in grigio i periodi in cui sono stati applicati divieti allo *short selling*¹⁰².

Questa ulteriore dimostrazione grafica, evidenzia come, nonostante le politiche vincolanti riferite alle vendite allo scoperto, queste non hanno influito assolutamente sulla stabilità del prezzo del titolo della banca, soprattutto durante i periodi nei quali il divieto era vigente. Nonostante i ripetuti stop allo *short selling* imposti nel 2016, l'azione ha continuato a deprezzarsi nei confronti del resto di Piazza Affari: quest'ultimo è ben chiaro esempio di effetto pratico in risposta alle eventuali politiche restrittive delle autorità di vigilanza in termini di vendite allo scoperto, non può far altro che alimentare altri dubbi sull'effettivo impatto di questi provvedimenti all'interno del nostro mercato, come aiuto per un sistema finanziario sempre più sano.

Il divieto, dunque, non è riuscito a rallentare il crollo del titolo azionario, né a stabilizzare quindi i rendimenti su di esso; tutto ciò non fa altro che incrementare il sospetto di proibizioni inutili, se non addirittura dannose per la nostra economia.

Sostenere il livello dei prezzi dei nostri listini azionari, evitare il propagarsi di crisi finanziarie in grado di destabilizzare l'intero sistema economico del pianeta, cercare di garantire la solvibilità dei più importanti istituti di credito per non causare il temibilissimo *effetto domino* in grado di minacciare la solvibilità necessaria ad assicurare un tranquillo contesto finanziario. Questi i principali motivi scatenanti le delibere legislative aventi ad oggetto qualsiasi proibizione in termini di vendita allo scoperto. Queste le cause che ci hanno permesso di studiare tali fenomeni, analizzare dati e cifre, ma soprattutto che ci hanno permesso di capire che il divieto di *short selling* è anche altro.

Qualsiasi vincolo abbassa infatti il contenuto informativo sui nostri asset finanziari: più vendite allo scoperto equivale a dire un maggior volume di scambi, minori costi di transazione e quindi un livello di *liquidità* sostenibile che garantisce un adeguato sviluppo giornaliero sui nostri mercati. L'operazione di vendita allo scoperto influisce inoltre su una più rapida capacità di reazione dei prezzi, un assorbimento più veloce delle informazioni all'interno del livello dei prezzi di riferimento e quindi una *price discovery* più accurata e giusta che aumenti quell'ipotesi di mercato efficiente imprescindibile se si vuole organizzare una struttura capace di rispecchiare in termini di efficacia tutte le esigenze e le possibilità degli investitori.

¹⁰² Maximilian Cellino, *Borsa, se la cura è peggio della malattia: vietare le vendite allo scoperto aumenta la volatilità*, 5 Febbraio 2018.

In poche parole, sembra proprio che le inefficienze di questi divieti portino ad un notevole abbassamento della liquidità di mercato, ad un significativo rallentamento nella recezione di eventuali *bad news* e quindi ad un calo sostanziale di quel dinamismo utile a caratterizzare i mercati più attraenti del nostro palcoscenico finanziario; il trade-off da pagare è troppo alto e i costi di queste manovre, di questi stop alle vendite allo scoperto, superano spesso e di gran lunga i diversi benefici.

Bisognerebbe, dunque, appoggiare ulteriori politiche, che accompagnino nel corso del tempo questi vincoli normativi. Solo in questo modo si potrebbe creare una sorta di “leva” che potrebbe ricondurre i mercati ai loro livelli standard di performance, riducendo le imperfezioni citate precedentemente e garantendo la giusta salvaguardia e il corretto funzionamento della compravendita di titoli.

Una strada alternativa potrebbe essere rappresentata dagli obblighi di *disclosure*; attraverso questi vincoli informativi infatti si potrebbe limitare in maniera rilevante tutte le problematiche riguardanti il più incisivo e drastico divieto sullo *short selling*, si potrebbe cercare di mantenere quelle efficienze necessarie per uno sviluppo solido del mercato e, allo stesso tempo, cercare di contenere l’operatività sulle vendite allo scoperto durante periodi più sfavorevoli.

Il Regolamento del 2012, emanato dalle Autorità di Vigilanza del vecchio continente, è stato emanato con l’intenzione di percorrere proprio questa nuova strada; si vuole costruire, con questi nuovi obblighi informativi, un nuovo equilibrio, che dia maggiore stabilità alle nostre contrattazioni ma che mantenga anche quella soglia di efficienza necessaria per un continuo miglioramento dei nostri mercati.

Tuttavia, questi nuovi report da pubblicare una volta superate determinate soglie in termini di posizioni corte, potrebbe condurre verso altri effetti, ugualmente dannosi per il nostro sistema finanziario: *herding effect* (effetto gregge), *free riding* e spostamento verso altri mercati potrebbero essere solo alcune delle problematiche causate da questa più recente applicazione legislativa. Inoltre, il Regolamento lascia delle interpretazioni abbastanza libere che potrebbero rappresentare delle vere e proprie lacune all’interno della normativa; questo, infatti, vieta di assumere qualsiasi posizione *speculativa* su Cds su emittenti sovrani, ma ci si chiede: chi e con quali criteri valuti se una posizione su un Cds sovrano sia speculativa o meno?

E ancora, gli operatori short dovranno sì fornire ulteriori informazioni, ma nulla impedirà loro di indebitarsi a dismisura per investire al ribasso.

Purtroppo la regolamentazione sulle vendite allo scoperto possiede zone d’ombra che ancora incutono dubbi e perplessità all’interno del nostro ordinamento, lo *short selling* continua a rappresentare una minaccia per la caduta dei nostri mercati e, attualmente, non si conosce ancora una soluzione adeguata per risolvere il problema in breve tempo, assicurare l’adeguata sicurezza e preservare quella necessaria condizione di *efficienza di mercato* troppo importante per la movimentazione quotidiana dei nostri listini azionari.

BIBLIOGRAFIA

- Bai, Chang e Wang; *Asset prices under short-sale constraints* 2006.
- Beber e Pagano; *Short Selling Bans around the World: Evidence from the 2007/09 crisis*, 2013.
- Bekaert, Harvey e Lundbland; *Liquidity and Expected Returns: Lessons from Emerging Markets*, 2007.
- Boehmer e Wu; *Short Selling and the price discovery process*, 2012.
- Boehmer, Jones e Zhang; *Shackling Short Sellers: The 2008 Shorting Ban*, 2009.
- Bris, Goetzmann e Zhu; *Efficiency and the Bear: Short sales and Markets around the world*, 2007.
- Brunnermeier, Markus e Oehmke; *Predatory Short-Selling*, 2008.
- Capriglione; *Manuale di Diritto Bancario e finanziario, La realtà post-crisi e la minaccia di un'incurabile eurosclerosi*; 2015.
- Carotenuto; *Le vendite allo scoperto, esperienza a confronto*, 2011.
- Chiyachantana; *International Evidence on Institutional Trading Behavior and Price Impact*, 2004.
- Christoffersen; *Estimation Risk in Financial Risk Management*, 2005.
- Christoffersen; *Vote Trading and Information Aggregation*, 2007.
- Cohen, Diether, e Malloy; *Supply and Demand shifts in the Shorting Market*, 2007.
- Diamond e Verrecchia; *Constraints on Short Selling and asset price adjustment to private information*, 1987.
- Duffie, Garleanu e Pedersen; *Securities Lending, Shorting and Pricing*, 2002.
- Eleswarapu e Venkataraman; *The Impact of Legal and Political Institutions on Equity Trading Costs: A Cross-Country Analysis*, 2006.
- Griffin, Kelly e Nardari; *Are Emerging Markets More Profitable? Implications for Comparing Weak and Semi-Strong Form Efficiency*, 2009.
- Griffin, Nardari e Stulz; *Do Investors Trade More When Stocks Have Performed Well? Evidence from 46 Countries*, 2007.
- Gruenewald, Seraina, Wagner e Weber; *Short selling regulation after the financial crisis*, 2010.
- Harvey; *Predictable Risk and Returns in Emerging Markets*, 1995.
- Hong, Harrison e Stein; *Differences of opinion, short-sales constraints and market crashes*, 2003.
- Hou e Moskowitz; *Market Frictions, Price Delay and the Cross-Section of Expected Returns*, 2005.
- Jain C., Jain P.k. e McNish; *Evolution of short selling and trading practices*, 2011.
- Kolasinski, Reed e Thornock; *Can short restrictions result in more informed short selling? Evidence from the 2008 regulations*, 2012.
- Lamont; *Anomalies: The law of one price in Financial Markets*, 2003.
- Lesmond, Ogden e Trzcinka; *A new estimate of transaction costs*, 1999.
- Lesmond; *Liquidity of Emerging Markets*, 2005.

Lo e MacKinlay; *Stock Market Prices do not follow Random Walks: Evidence from a simple Specification Test*, 1988.

Macey, Mitchell e Netter; *Restrictions on Short Sales: An Analysis of the Uptick Rule and its Role in View of the October 1987 Stock Market Crash*, 1989.

Marsh e Payne; *Banning short sales and Market Quality: The UK's experience*, 2012.

Mc Donald; *Cross-Border Investing with Tax Arbitrage: The Case of German Dividend Tax Credits*, 2001.

Miller; *Debt and Taxes*, 1977.

Miller e Edward; *Risk, uncertainty and divergence of opinion*, 1977.

Reed; *Costly short-selling and stock price adjustment to earnings announcements*, 2007.

Rydqvist e Dai; *Investigation of the costly arbitrage model of Price Formation around the ex-dividend day in Norway*, 2009.

Saffi e Sigurdsson; *Price efficiency and Short Selling*, 2011.

Scipione; *La crociata dei market regulators contro lo short selling*, 2010.

Shkilko, B.Van Ness e R.Van Ness; *Short Selling and intraday price pressures*, 2012.

Taulli, *All about short selling. The easy way to get started*, 2011

Yuille, *Short selling: making the ban*, 2009.



Dipartimento di Economia e Finanza

Cattedra di Diritto dei Mercati e degli Intermediari Finanziari

**Short Selling Regulation: Vincoli ed Evoluzione Normativa
“Abstract”**

RELATORE

PROF.SSA Mirella Pellegrini

CANDIDATO

Simone Pecoraro

MATRICOLA

680811

CORRELATORE

PROF.SSA Paola Lucantoni

ANNO ACCADEMICO 2017 - 2018

Con questo elaborato si è voluto analizzare in maniera più approfondita tutti gli effetti provocati dalla Short-Selling Regulation negli ultimi anni. Dopo aver definito innanzitutto una prima cornice giuridica del contesto e del periodo sul quale si concentra principalmente questa indagine, lo scritto inizia a trattare i temi finanziari più importanti della materia in questione. In particolare, lo studio si è focalizzato sul divieto di vendita allo scoperto che ha caratterizzato principalmente il periodo immediatamente successivo allo scoppio della crisi finanziaria americana.

Il primo capitolo fornisce una guida legislativa riguardante l'evoluzione normativa dello *short-selling* dall'inizio del XVII secolo: lo scoppio delle prime bolle finanziarie, i dubbi su questo particolare tipo di operazione seguiti dai primi divieti in Inghilterra, Francia e Stati Uniti. Nella prima parte, in particolare, viene inquadrata la matrice giuridica sulla quale si basa il lavoro, i provvedimenti normativi adottati nel corso degli anni e soprattutto le diverse soluzioni proposte.

Per quanto riguarda la situazione europea, è stata sottolineata l'azione delle *authorities* del vecchio continente improntata soprattutto a una maggiore armonizzazione regolamentare, in grado di preservare la solidità dei mercati e una più ampia tutela degli investitori. L'assenza di un mancato coordinamento tra *regulators*, infatti, ha causato una risposta alla crisi abbastanza confusionaria che, per certi versi, ha innescato altri spiacevoli effetti sugli scenari di mercato già incerti. Le autorità di vigilanza, impegnate all'interno del proprio ordinamento nazionale nella ricerca di soluzioni permanenti, sottolineano la necessità di definire una linea di *policy* sulle vendite allo scoperto condivisa a livello comunitario e internazionale e, più in generale, sul fenomeno delle posizioni corte, indipendentemente dalle condizioni di mercato. L'introduzione ed il successivo abbandono (in alcuni casi repentino) dei regimi restrittivi per le short sales ha sollevato inevitabili interrogativi circa le opportunità e l'efficacia di questo genere di interventi.

È stato proprio questo uno dei punti focali che si è cercato di evidenziare con questa analisi. Se si paragonano gli interventi di divieto sulle operazioni di *short-selling* adottati per esempio negli Stati Uniti, si può facilmente notare come questi hanno subito dato un importante contributo verso il ritorno alle performance pre-crisi. Queste emanazioni di nuove norme cautelative, capaci di controllare la discesa dei prezzi e salvaguardare l'intero sistema, devono essere però accompagnate da altre manovre, altri provvedimenti capaci di coadiuvare l'insieme di cambiamenti apportati dalle Autorità verso una più rapida e decisa inversione di tendenza.

In questo contesto è nata l'esigenza di un'effettiva armonizzazione all'interno del mercato europeo che favorisse l'introduzione di un regime di trasparenza all'interno dell'Eurozona capace di evitare trattamenti differenziati nei diversi Stati membri, quel diverso *modus operandi* che è stato evidenziato appunto dalle diverse reazioni dei paesi UE alla crisi finanziaria e spiegato attraverso un supporto adeguato di analisi empiriche nel secondo capitolo di questo lavoro.

Quello che appunto si è cercato di mettere in luce soprattutto da un punto di vista giuridico è stato questo: il divieto di vendita allo scoperto, da solo e applicato senza alcun coordinamento all'interno dell'Unione, risolve ben poco, sia sotto il punto di vista dei rendimenti sia sotto l'aspetto dell'efficienza informativa dei mercati.

In tale ottica, la Commissione Europea ha adottato, il 15 settembre 2010, una *Proposta di Regolamento* sulle vendite allo scoperto e sui credit default swap, una soluzione improntata verso un maggior potenziamento in termini di armonizzazione comunitaria attraverso un monitoraggio funzionale dei sistemi finanziari. Attraverso una serie di poteri in capo all'ESMA (*European Securities and Market Authority*, istituita al termine del 2010) l'obiettivo principale era quello di favorire il coordinamento tra le molteplici autorità nazionali, garantire che le operazioni transfrontaliere ricevino lo stesso trattamento da parte di tutti gli Stati Membri interessati, emanando standard tecnici vincolanti e coordinando l'attività svolta in materia dalle singole autorità nazionali.

Il contesto italiano illustrato successivamente, ha messo in luce i diversi approcci della CONSOB nei confronti delle operazioni di vendita allo scoperto. Nel 2001, la Commissione spiegava attraverso un comunicato che le operazioni di *short-selling* non sarebbero state soggette ad alcun vincolo normativo; tuttavia, col passare degli anni la situazione è cambiata notevolmente. L'Autorità di Vigilanza nazionale ha deliberato continuamente nuove misure, relative alle vendite allo scoperto di titoli, volte ad assicurare l'ordinato svolgimento delle negoziazioni e l'integrità dei mercati; nel dettaglio, la CONSOB, ha ritenuto necessario, dato l'evolversi della situazione di mercato, assumere misure restrittive temporanee relative alle vendite allo scoperto, per evitare che manovre speculative possano avere per effetto una riduzione anomala dei prezzi delle azioni

A partire dal settembre 2008, a seguito dell'insolvenza di Lehman Brothers, i mercati finanziari hanno sperimentato eccezionali tensioni e volatilità; temendo che le vendite allo scoperto potessero contribuire ad acuire le tensioni sui mercati, i *regulators* dei principali paesi hanno adottato una serie di misure volte a limitare, in diverso modo, la pratica delle vendite allo scoperto. È stata analizzata, nei dettagli, la situazione italiana, nella quale la principale autorità di regolamentazione ha dovuto più volte intervenire per garantire il normale funzionamento delle negoziazioni emanando norme che delimitassero l'operatività degli investitori che avevano intenzione di affacciarsi sul mondo dello *short-selling*.

Nel corso degli anni, la CONSOB, nel contrastare i fallimenti di mercato generati dalla pratica dello *short-selling*, ha cercato di escludere opzioni regolamentari che determinassero costi superiori ai possibili benefici; in particolare, è stato analizzato l'effettivo impatto che la regolamentazione ha causato sui soggetti interessati, ammettendo l'attività dello *short-selling* come portatrice di notevoli effetti positivi sui mercati (in termini di liquidità e di efficienza informativa dei prezzi, nonché parte integrante delle politiche di investimento e delle strategie di risk management degli operatori).

Gli operatori di mercato legati alla pratica delle vendite allo scoperto sottolineavano come, l'analisi empirica non evidenziasse realmente connessioni reciproche tra lo *short-selling* e fenomeni quali l'eccessiva volatilità o la manipolazione del mercato condannando, dunque, esplicitamente, quella durissima linea di divieto che è stata introdotta in Europa e nel mondo con l'arrivo della crisi finanziaria.

Si è giunti così all'applicazione di normative di *reporting* (comunicazioni all'autorità), a volte integrati anche da doveri di comunicazione al mercato dei dati aggregati. Quest'opzione è ritenuta da molti idonea ad agevolare l'individuazione di eventuali strategie manipolative volte ad indurre, in maniera artificiosa, trend ribassisti, da parte di coloro che hanno posizioni nette corte rilevanti su un titolo. Inoltre, dette opzioni permetterebbero al mercato di continuare a beneficiare degli effetti positivi dello *short-selling*, che verranno poi definiti meglio nei capitoli successivi.

Viene riconosciuto dalla quasi totalità degli *stakeholder* (soggetti interessati alla regolamentazione in ambito *short-selling*), che la comunicazione all'Autorità di vigilanza dei dati sulle posizioni corte nette individuali rappresenti un importante strumento conoscitivo di situazioni di tensione sui titoli e di analisi di comportamenti manipolativi; tuttavia, anche in quest'ottica che ha poi portato ad emanare il Regolamento del 2012, ci sono alcuni dubbi e perplessità che non possono essere lasciati perdere. Con questa nuova regolamentazione, infatti, è obbligatorio informare le Autorità quando si superano determinate soglie di posizioni corte su determinati strumenti finanziari; in questo modo, tuttavia, non viene espressa alcuna restrizione relativa all'operatività degli investitori. In pratica, ogni soggetto, anche se obbligato a fornire tutte le informazioni riguardanti il suo ammontare di posizioni corte, potrà comunque assumere ampie esposizioni ribassiste nei confronti del mercato. Questo aspetto evidenzia, dunque, l'obbligo di *disclosure* non sempre utile a limitare quell'attività *short* che potrebbe creare altro scompiglio sui mercati; resta, infatti, una regolamentazione abbastanza "morbida" che ha come scopo principale solo quello di informare regolarmente le diverse Autorità di vigilanza.

La maggior parte delle *authorities* che vigilano sui mercati finanziari ha reagito alla crisi del 2007-09 imponendo particolari divieti o restrizioni sulle vendite allo scoperto. Questi improvvisi interventi, che si differenziavano tra i vari Paesi per intensità e durata, sono stati adottati per cercare di ripristinare il regolare funzionamento dei mercati ed evitare che la crisi sfociasse in una situazione ancor più drastica. Tuttavia, questi vincoli, sono stati messi più volte in discussione, sia da alcune osservazioni teoriche, sia da alcuni casi empirici che hanno evidenziato come questi interventi restrittivi abbiano ridotto notevolmente la liquidità necessaria ad ogni mercato e anche l'efficienza di prezzo riferita ad ogni titolo finanziario. Bisogna chiedersi, inoltre, se queste norme, oltre a danneggiare qualsiasi operatore di mercato per l'effettiva mancanza di liquidità procurata, abbiano effettivamente raggiunto l'obiettivo di stabilizzare i prezzi delle azioni nel bel mezzo della crisi finanziaria.

È questo l'obiettivo principale dello studio illustrato nel secondo capitolo: le politiche restrittive adottate nella maggior parte dei paesi, per rispondere alla sempre più temibile crisi finanziaria, hanno dato un effetto positivo in termini di stabilità e salvaguardia o hanno invece ulteriormente complicato la situazione attraverso una serie di inefficienze altrettanto pericolose per il sistema? Si è voluto utilizzare alcune evidenze empiriche per dimostrare tutti quei limiti caratterizzanti queste politiche, sottolineando nei dettagli le incongruenze collegate a questi interventi normativi che sono stati utilizzati dalla maggior parte dei paesi come risposta alla crisi finanziaria iniziata nel 2007. Attraverso una serie di grafici e tabelle, contenenti un elevato numero di osservazioni legate alle applicazioni legislative di quegli anni, è stata messa in luce la diversità di azione dei vari regolatori nazionali, che imponevano divieti e vincoli secondo il contesto specifico di riferimento: livello del *bid-ask spread*, volumi delle contrattazioni riferite al titolo, tipologia di divieti delle vendite allo scoperto (*naked o covered*, *divieti totali o parziali*), date di introduzione e date di revoca sono state considerate per accentuare la diversità d'azione attuata nei diversi paesi, ma anche per evidenziare la considerevole varietà di politiche adottate in un arco temporale abbastanza ristretto nello stesso Paese.

Il principale obiettivo di questa ricerca è, quindi, quello di sfruttare la variazione internazionale delle politiche adottate in termini di divieto sullo *short-selling* per identificare gli effetti reali sui diversi contesti. In particolare, si cerca di esaminare come vengono influenzati alcuni fattori caratterizzanti il mercato e la reazione degli strumenti finanziari affetti da questi regimi restrittivi.

Questa analisi, è incentrata su tre fondamentali fattori di mercato, imprescindibili se si vuole costruire un contesto efficiente e ben strutturato. Si cattura l'effetto del divieto sulla *liquidità* dello strumento finanziario in termini di *bid-ask spread*, la velocità informativa dei prezzi (*price discovery*) in termini di capacità di reazione del titolo ad eventuali notizie o eventi, il *sovrapprezzo delle azioni* durante l'effettiva applicazione del vincolo. Tutte queste evidenze empiriche hanno messo in mostra le carenze di questa "cura" che in realtà aiuta ben poco la crescita e il riallineamento di un mercato già sofferente e in difficoltà. L'oggetto dell'indagine riguarda tutte le conseguenze di tali emanazioni sui Paesi che hanno deciso di adottare questo particolare tipo di regime sulle vendite allo scoperto; sono stati considerati, inoltre, i diversi ambiti di applicazione di queste norme e i diversi periodi nei quali questi provvedimenti sono stati emananti e revocati.

La maggior parte degli studi effettuati dimostrano e restano coerenti all'idea di base secondo la quale, qualsiasi tipo di divieto sulle vendite allo scoperto riduca significativamente la liquidità relativa a quel determinato strumento finanziario. Il deterioramento della liquidità spiegato da queste indagini può essere dimostrato attraverso vari approcci, utilizzando diverse variabili di mercato (come ad esempio il *bid-ask spread*) che evidenziano la differenza degli effetti su questi determinati titoli rispetto ad azioni che invece non rientrano nel regime restrittivo applicato dai regolatori. Per esaminare l'impatto di questi divieti riguardanti le vendite allo scoperto sulla liquidità dei mercati, si può ricorrere al livello del *bid-ask spread* osservato prima, durante e dopo l'applicazione del provvedimento normativo.

Grazie ad una serie di dati empirici, si è potuto dimostrare come questi divieti influenzino la liquidità dei vari strumenti finanziari; in particolare, viene mostrato l'effetto dilatatorio del livello dello spread mentre erano in vigore questi particolari vincoli. Un'ulteriore disamina è stata effettuata poi per evidenziare ancora meglio la correlazione tra *bid-ask spread* e i divieti sulle vendite allo scoperto quando si adottano diverse politiche restrittive, quando vengono limitati diversi titoli finanziari o quando esistono altre variabili che determinano quel periodo sotto il punto di vista finanziario. In particolare, viene confrontato il livello di *bid-ask spread* quotato sui vari mercati con le tre tipologie di divieto adottate nei vari contesti internazionali: divieto sulle posizioni *naked*, divieto sulle posizioni coperte (*covered*), obblighi di *disclosure*. Viene ampiamente evidenziato, dunque, come l'effetto di un divieto di vendita allo scoperto possa influenzare la liquidità di mercato sotto molteplici aspetti, in modo diverso e spesso anche considerando altre variabili specifiche del contesto.

Discorso ugualmente significativo è quello relativo alla *price discovery* o, per meglio dire, alla velocità di reazione dei prezzi durante il periodo di attività di questi vincoli. Nei dettagli, viene mostrato come, escludendo dalle compravendite gli investitori che possiedono informazioni negative su quel determinato strumento, la velocità di cambiamento del prezzo dell'azione diminuirà in maniera consistente, ovviamente questo deficit colpirà maggiormente i mercati ribassisti.

Il principale obiettivo del regolatore era quello di limitare la pericolosa fase di declino dei corsi azionari, cercando di dare una spinta importante verso la ripresa dei mercati. Tuttavia, adottando queste restrizioni che limitano in maniera notevole l'operatività degli investitori, si crea un'asimmetria abbastanza significativa nella formazione dei prezzi: escludendo dalle negoziazioni tutti quei soggetti che hanno intenzione di aprire posizioni corte nei confronti di un determinato asset, infatti, si crea un meccanismo nel quale eventuali *bad news* vengono incorporate con maggior ritardo all'interno delle quotazioni.

In poche parole, un investitore che possiede notizie negative su un determinato titolo non potrà sfruttarle e, in questo modo, l'adeguamento del prezzo risulterà asimmetrico rispetto ad altri titoli finanziari liberi da qualsiasi restrizione. Per testare questa ipotesi, viene effettuata una regressione lineare sul modello di mercato in cui ogni rendimento settimanale, riferito ad ogni azione, viene sovrapposto all'indice di mercato nazionale di riferimento da Gennaio 2008 a Giugno 2009; partendo dal presupposto che il divieto dovrebbe rallentare l'assorbimento di informazioni negative nel livello dei prezzi delle azioni, viene sottolineato l'aumento dell'autocorrelazione spiegata specialmente nei periodi di divieto e soprattutto per i rendimenti negativi.

Il terzo aspetto esaminato, attraverso ulteriori dati empirici utilizzati per la dimostrazione di conclusioni poi formulate, riguarda proprio quello dei *rendimenti*. Queste delibere riguardanti restrizioni in materia di *short-selling*, sono state utilizzate proprio per rallentare la spirale negativa dei prezzi ed assicurare una corretta salvaguardia del sistema finanziario del tempo. Tali interventi possono essere temporaneamente giustificati soprattutto per i titoli di istituzioni finanziarie che diventano troppo vulnerabili a vendite rapide in quegli anni; poiché lo *short-selling* aggressivo può portare questi soggetti a violare i loro vincoli normativi di capitale e obbligarli a liquidare le loro attività a lungo termine a prezzi di vendita non affatto convenienti.

Il risultato analitico più immediato da riconoscere è facilmente raggiungibile in quei contesti dove il divieto non viene applicato a tutti i titoli finanziari; in questi paesi è più facile osservare come i rendimenti in eccesso ottenuti dai titoli colpiti dal divieto subito dopo l'applicazione della normativa risultano di gran lunga maggiori rispetto a quelli esenti da questa restrizione. Tuttavia, effetti positivi in seguito all'adozione di questi divieti sembrano solamente temporanei, soprattutto se non accompagnati da altri interventi destinati ad alimentare la ripresa dei mercati.

All'interno di questo elaborato, viene messa in luce la differenza tra il caso americano e quello riguardante gli altri paesi che hanno adottato la stessa politica restrittiva; attraverso l'utilizzo di alcuni grafici è stato possibile evidenziare proprio la diversità negli effetti provocati dalla stessa manovra normativa in contesti differenti. Dai grafici viene mostrato come il miglioramento dei prezzi osservato negli Stati Uniti è influenzato enormemente dall'emanazione della manovra relativa alla TARP (*Troubled Asset Relief Program*) col quale si cercava di assicurare la solvibilità delle istituzioni più importanti del Paese. Negli altri contesti, infatti, si nota un impatto decisamente più ridotto dove il rendimento in eccesso dei titoli colpiti dal divieto supera non di molto quello delle restanti azioni e soprattutto è superiore solo per i primi 30 giorni di contrattazione, per poi mostrare un'improvvisa e notevole divergenza di questi dati. Quindi, se si vuole avere una stima più affidabile degli effetti provocati dai vincoli sulle vendite allo scoperto è meglio tenere in considerazione solo il caso riferito agli altri paesi escludendo dallo studio gli Stati Uniti.

Le evidenze empiriche mostrate nel secondo capitolo, dunque, evidenziano come il divieto o l'imposizione di vincoli normativi sulle vendite allo scoperto abbiano portato modesti benefici ai mercati finanziari operanti in quegli anni; in particolare, si è dimostrato come questi provvedimenti abbiano diminuito notevolmente la liquidità di alcuni titoli (specie quelli caratterizzati da una minore capitalizzazione di mercato), ridotto in maniera significativa la velocità di assorbimento delle informazioni, soprattutto quelle negative, all'interno dei prezzi di riferimento e, infine, come questi provvedimenti abbiano causato importanti benefici in termini di rendimento solo negli USA; in altre parti, il divieto sulle vendite allo scoperto, ha portato ben pochi aiuti, in alcune, inoltre, ha addirittura sconvolto ulteriormente i mercati e rallentato la ripresa.

Nel terzo ed ultimo capitolo di questo lavoro, infine, viene trattato un altro tema di fondamentale importanza per i mercati finanziari, collegato, inoltre, con l'operazione di vendita allo scoperto. *L'efficienza informativa dei prezzi*, infatti, rappresenta una delle prerogative necessarie per avere una struttura di scambi flessibile e, allo stesso tempo, reattiva ad eventuali cambiamenti nelle aspettative degli investitori riferite ad un particolare titolo finanziario.

Nonostante la pratica delle vendite allo scoperto sia alquanto controversa e oggetto di numerose critiche, alcune indagini proposte anche all'interno di questo studio dimostrano come questa contribuisca anche all'efficiente funzionamento dei mercati; in particolare, si ritiene che l'attività di vendita allo scoperto apporti sostanziali benefici al mercato, migliorando l'efficienza informativa dei prezzi ed incrementando il livello di liquidità.

L'attività di vendita allo scoperto permette, agli investitori in possesso di informazioni negative su un titolo che non è nella loro disponibilità, di rivelare tali informazioni attraverso la vendita. In questo modo aumenta la capacità informativa dei prezzi e si velocizza il processo di riduzione delle quotazioni di titoli sopravvalutati, che incorporeranno più velocemente eventuali *bad news*. Di conseguenza, eventuali restrizioni sulle vendite allo scoperto possono determinare un effetto di sopravvalutazione temporanea delle quotazioni, in quanto queste incorporeranno solo le aspettative dei rialzisti e non anche quelle dei ribassisti che non posseggono il titolo, riducendo l'efficienza informativa dei prezzi e rallentando il processo di riduzione delle quotazioni dei titoli sopravvalutati.

Viene esaminato nei dettagli come le restrizioni operanti sullo *short-selling* possono influenzare l'efficienza dei prezzi (intesa come capacità di catturare tutte le informazioni disponibili e di rifletterle in termini di prezzo attraverso un determinato grado di velocità e accuratezza); per questo particolare tipo di indagine si fa riferimento a due variabili legate profondamente all' *equity lending market* (mercato dei prestiti azionari): queste sono l'offerta di prestito di azioni (*the lending supply of shares*) e i costi legati al prestito dei titoli (*loan fees*).

Ogni qualvolta un investitore voglia vendere allo scoperto una determinata quantità di titoli, questo deve innanzitutto trovare le azioni da prendere in prestito e, solo successivamente, può piazzarle sul mercato. Un basso livello di offerta di prestito, quindi, potrebbe essere un danno per l'operatore che in quel caso è obbligato a sopportare costi di ricerca più alti per localizzare i titoli di cui ha bisogno. Inoltre, una volta trovato un soggetto disponibile a prestare le sue azioni, l'investitore, deve sostenere ulteriori spese, le cosiddette *loan fee* o costi per il prestito. Potremmo tradurre questi casi, di basso livello di disponibilità a prestare titoli e alto livello di commissioni per il prestito momentaneo di questi strumenti, come dei vincoli più restrittivi per lo *short-selling*.

Attraverso questa disamina, si giunge a conclusioni ampiamente condivisibili che evidenziano come queste due *proxy* possano influenzare la distribuzione dei prezzi intesa principalmente come distribuzione normale dei rendimenti. Innanzitutto, titoli azionari con una limitata offerta di prestito possiedono una minore efficienza di prezzo; un più alto livello di *lending supply*, invece, è associato a un grado maggiore di asimmetria negativa dei prezzi e, ovviamente, a una più bassa capacità di raggiungere estremi picchi di rialzo. Lo squilibrio verso uno spostamento a sinistra della distribuzione dei prezzi è dato dai meno frequenti rendimenti positivi, questi ultimi facilitati ovviamente quando esistono vincoli sullo *short-selling*. Tuttavia, viene dimostrata la relazione negativa tra vincoli sullo *short-selling* e l'efficienza informativa dei prezzi e come l'offerta di prestito dei titoli può essere un importante driver in grado di portare verso un più accurato e giusto livello di prezzi.

L'ipotesi principale sulla quale si basa questo lavoro di ricerca è questa: qualsiasi vincolo sullo *short-selling* abbassa il contenuto informativo presente nei prezzi degli assets. Per dimostrare questa ipotesi, vengono introdotte nuove misure di vincoli sullo *short-selling* e queste vengono usate per spiegare le varie *proxy* che vengono utilizzate per determinare il livello di efficienza di un determinato titolo finanziario.

Le vendite allo scoperto sono state considerate da sempre come un fattore che nel corso degli anni ha portato squilibrio sui mercati finanziari. Sebbene molti ricercatori abbiano evidenziato come una maggiore restrizione sullo *short-selling* porti a una riduzione notevole nella velocità di adattamento dei prezzi, è anche rilevante sottolineare che, da un punto di vista regolamentare, permettere e facilitare le vendite allo scoperto in un determinato sistema finanziario porterebbe i vari titoli a raggiungere con una maggiore probabilità rendimenti negativi estremi. Il regolatore, perciò, mette in atto queste misure cautelative, che vincolano le vendite allo scoperto per riassetare la volatilità su quel determinato mercato e per evitare rendimenti estremamente negativi su quei determinati assets; in sintesi, c'è un trade-off da pagare per queste particolari operazioni. Allentando la presa sulle vendite allo scoperto e facilitando queste nei diversi contesti finanziari, si raggiunge una maggiore efficienza informativa dei prezzi; eventuali *bad news* verranno incorporate più velocemente nelle nuove quotazione. D'altra parte, la possibilità di andare *short* su un determinato strumento aumenta la probabilità di osservare rilevanti rendimenti negativi che potrebbero essere motivo di turbolenza per il sistema finanziario di ogni paese.

Usando la media annuale di *lending supply* e quella riguardante le *loan fees* calcolate entrambe per ogni azienda tra il 2004 e il 2008 e utilizzate come benchmark per le restrizioni sullo *short-selling*, i diversi studi hanno messo in risalto come queste due grandezze possono influire su uno degli aspetti più importanti riguardante il tema delle vendite allo scoperto.

Un'alta disponibilità nell'offerta di prestito titoli e un basso costo per aprire posizioni corte in termini di commissioni operative, infatti, sono associate ad un incremento nella velocità con la quale le nuove informazioni sugli asset vengono incorporate all'interno dei prezzi. Aziende che possono disporre di una limitata *lending supply* e appesantite da ulteriori costi che gli operatori devono sopportare, risultano più lente a reagire ad eventuali shock di mercato; imprese più strutturate, con una rilevante capitalizzazione di mercato, o con un'importante quantità di flottante a disposizione degli investitori ordinari, tendono ad avere a disposizione una maggiore efficienza in termini di prezzo; diversamente dalle società che devono sopportare un alto *bid-ask spread*, che invece riflettono una più evidente lentezza.

Nel complesso, la letteratura empirica che è stata analizzata in questo lavoro sul tema delle vendite allo scoperto conferma, se pur con alcune eccezioni, la presenza di effetti benefici legati allo *short-selling*. In particolare, gli studi empirici evidenziano che le vendite allo scoperto hanno effetti positivi sia sull'efficienza informativa dei prezzi che sulla liquidità dei mercati.

Le conclusioni al termine dell'elaborato comprendono alcuni commenti personali sulle decisioni prese dai regolatori negli ultimi anni. Col supporto di alcuni dati riferiti anche a casi pratici più recenti, viene espressa una critica sulla base delle evidenze empiriche che hanno costituito il supporto fondamentale di questo studio. Grazie a tutti i grafici e alle tabelle mostrate all'interno di questo elaborato, è stato possibile affermare un'influenza destabilizzante di queste normative che colpiscono il mercato e che più di una volta si rivelano inutili. I dati passati e attuali dimostrano come solitarie politiche di intervento in materia di *short-selling* difficilmente portano miglioramenti all'interno di un sistema finanziario fragile e scosso da continue perdite; inoltre, le politiche vincolanti emanate negli ultimi 11 anni, non hanno dimostrato chiaramente una concreta inversione di rotta per quanto riguarda i prezzi dei titoli interessati. Spesse volte si sono concretizzate in un impatto modesto, che ha influenzato il mercato per troppo poco tempo senza lasciare quegli effetti benefici inseguiti dalle Autorità di tutto il mondo.