



POSITION PAPER CONSOB IN TEMA DI SHORT SELLING

27 maggio 2009

Le osservazioni al presente *position paper* dovranno pervenire entro il 15 luglio 2009 al seguente indirizzo:

C O N S O B
Divisione Mercati
Via G. B. Martini, n. 3
00198 ROMA

oppure on-line per il tramite del SIPE - Sistema Integrato per l'Esterno

I commenti pervenuti saranno resi pubblici al termine della consultazione, salvo espressa richiesta di non divulgarli.

POSITION PAPER CONSOB IN TEMA DI SHORT SELLING

1. Introduzione	pag. 2
2. Lo <i>short selling</i> : definizioni e analisi dei suoi effetti sul mercato	pag. 4
2.1 Definizioni	pag. 4
2.2 Finalità e analisi degli effetti sul mercato	pag. 4
2.3 La letteratura empirica sugli effetti delle vendite allo scoperto	pag. 7
2.4 Conclusioni	pag. 11
3. Opzioni regolamentari	pag. 12
3.1 Le analisi in ambito internazionale	pag. 12
3.2 Iniziative in alcuni dei principali paesi	pag. 14
3.3 Le opzioni regolamentari individuate dalla Consob	pag. 16
3.3.1 Opzioni regolamentari di divieto	pag. 18
3.3.2 Opzioni regolamentari di trasparenza	pag. 23
3.3.3 Opzioni regolamentari in materia di procedure di regolamento	pag. 30
3.4 Esenzioni	pag. 32
Bibliografia	pag. 34
Appendice: Questionario	pag. 36

1. Introduzione

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 diversa misura, la pratica delle vendite allo scoperto. Tali provvedimenti sono stati adottati al fine di limitare brusche correzioni al ribasso delle quotazioni e garantire un ordinato processo di formazione dei prezzi, riducendo al contempo le possibilità di abuso di mercato.

Le misure poste in essere nei diversi paesi si differenziano per contenuti e tempistica. Quasi tutte le Autorità hanno vietato in via temporanea le vendite allo scoperto (SEC, *Ontario Securities Commission*, AMF, FSA); solo alcuni paesi – come Regno Unito e Francia - hanno imposto obblighi di *disclosure* agli operatori.

In tale contesto la Consob è intervenuta adottando un primo provvedimento il 22 settembre 2008 (con decorrenza dal giorno successivo) con il quale ha vietato le vendite allo scoperto di azioni di banche e imprese di assicurazione quotate nei mercati regolamentati italiani e ivi negoziate, non assistite dalla disponibilità dei titoli stessi da parte dell'ordinante al momento dell'ordine e fino alla data di regolamento dell'operazione.

Il 1° ottobre 2008 è stato adottato un provvedimento più restrittivo, in base al quale la vendita di azioni di società finanziarie doveva essere assistita, oltre che dalla disponibilità, anche dalla proprietà dei titoli. Questo divieto è stato poi esteso a decorrere dal 10 ottobre a tutti i titoli del listino. Il 30 dicembre 2008 la Consob è nuovamente intervenuta (con un ulteriore provvedimento con decorrenza dal 1° gennaio 2009), confermando la validità del regime precedente per i titoli finanziari e per le azioni di società oggetto di aumenti di capitale e ripristinando per gli altri titoli il divieto di vendite non assistite dalla disponibilità degli stessi. Tale ultimo provvedimento è stato prorogato fino al 31 maggio 2009.

Considerata la successiva evoluzione del mercato, la Consob in data 27 maggio 2009 ha modificato il regime temporaneo di divieto limitandone l'applicazione, per tutti i titoli, alle sole vendite non assistite da disponibilità dei titoli stessi al momento dell'ordine. Per quanto riguarda gli aumenti di capitale, alle azioni emesse da società oggetto di aumenti di capitale alla data di entrata in vigore della delibera continuano ad applicarsi, fino al giorno di consegna delle azioni da esso rivenienti, le disposizioni di cui al punto 2 della Delibera n. 16813 del 26 febbraio 2009, secondo cui la vendita deve essere assistita sia dalla disponibilità che dalla proprietà dei titoli da parte dell'ordinante al momento dell'ordine e fino alla data di regolamento dell'operazione.

Le misure che la Consob ha intrapreso fino ad oggi hanno natura temporanea e rappresentano una risposta alle recenti eccezionali condizioni dei mercati finanziari. Tuttavia, la Consob è consapevole della necessità di definire una linea di *policy* sulle vendite allo scoperto e, più in generale, sul fenomeno delle posizioni corte (vedi par. 2.1), indipendentemente dalle condizioni di mercato. Tale esigenza è fortemente sentita anche dalle altre Autorità di vigilanza, anch'esse alla ricerca di soluzioni permanenti. In particolare, a livello europeo, emerge la volontà di seguire un approccio armonizzato, che avvicini le regolamentazioni in materia di *short selling* operanti nei diversi paesi.

Scopo di questo *position paper* è quello di avviare una discussione con il mercato sul tema dello *short selling*, al fine di individuare le possibili opzioni regolamentari e di sottoporle ad un'analisi preliminare dei relativi costi e benefici, nell'ambito di un approccio di analisi d'impatto della

regolamentazione. L'analisi delle opzioni che si propone e su cui si sollecitano opinioni è di tipo economico. Per la valutazione degli esiti della consultazione si terrà conto di ogni evoluzione del quadro normativo anche in relazione alle iniziative in corso a livello sovranazionale.

Il *paper* si articola nel modo seguente. Nella sezione 2 si definiscono le vendite allo scoperto e le posizioni corte, si descrivono le principali finalità con cui vengono impiegate, si individuano i relativi effetti positivi e negativi alla luce della principale letteratura empirica sul tema. Nella sezione 3, dopo una breve esposizione dei principali risultati di alcuni lavori in ambito internazionale e delle iniziative in corso in materia di *short selling* in Inghilterra, in Francia e negli Stati Uniti, si individuano le diverse opzioni regolamentari in materia, e viene condotta un'analisi costi-benefici per ognuna di esse. Infine, in appendice, viene sottoposto agli operatori un questionario attraverso il quale si intende raccogliere le osservazioni sul tema.

Al fine di favorire una più sistematica valutazione delle risposte fornite, si raccomanda vivamente di rispondere alla presente consultazione facendo comunque uso del questionario, integrato con le ulteriori informazioni e valutazioni ritenute utili.

2. Lo *short selling*: definizioni e analisi dei suoi effetti sul mercato

2.1 Definizioni

▪ Le vendite allo scoperto

Per vendita allo scoperto si intende una vendita sul mercato di titoli dei quali non ci si è preventivamente assicurata la provvista.

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.

▪ Le posizioni corte

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/a 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 lunghe¹ sullo stesso titolo, assunte anche per mezzo di strumenti derivati.

2.2 Finalità e analisi degli effetti sul mercato

▪ Finalità

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

¹ 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.

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.

▪ **Effetti positivi dello *short selling***

Nonostante la pratica delle vendite allo scoperto sia alquanto controversa e oggetto di numerose critiche, la letteratura economica 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.

Efficienza informativa dei prezzi

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.

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 estremi².

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.³

Liquidità

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

² Cfr. Miller (1977).

³ Cfr. Diamond e Verrecchia (1987).

di vendita e in una riduzione dei costi di transazione, ovvero dello *spread* denaro/lettera. 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.

▪ **Effetti negativi dello *short selling***

All'attività di vendita allo scoperto sono imputati non solo effetti positivi ma anche negativi. In particolare, si ritiene che essa possa avere un effetto negativo sulla stabilità dei mercati, che possa essere utilizzata a fini manipolativi e che incrementi il rischio di regolamento.

Instabilità dei mercati

Le vendite allo scoperto possono essere di portata e velocità tali da determinare una riduzione significativa e repentina dei corsi dei titoli, creando disordine nei mercati e incrementando il livello di volatilità dei prezzi sia nel brevissimo che nel breve periodo. Infatti, vendite allo scoperto "consistenti" e rapide possono creare timori e incertezze sul mercato, scoraggiando l'intervento con ordini di segno opposto da parte di potenziali acquirenti. Tale rischio è ancora più forte in situazioni di particolare tensione dei mercati, dove è più probabile che le vendite allo scoperto generino panico e disorientino gli operatori, creando reazioni a catena e contribuendo quindi ad esasperare il *trend* ribassista del mercato.

Il rischio di instabilità potrebbe essere più elevato nel caso di vendite non assistite dal prestito titoli, che, in principio, possono essere più rapide e più consistenti delle vendite *covered*. Infatti, in caso di *covered short selling*, la richiesta di copertura potrebbe limitare sia la velocità dell'operazione (data la necessità di coprirsi) che la sua consistenza (limitata dalla capacità di prendere a prestito i titoli). Tuttavia, la maggiore "pericolosità" delle *naked short sales* dipende principalmente dalle "procedure di regolamento" esistenti (ad esempio, intervallo temporale di regolamento, esistenza di eventuali penali, procedure di *buy-in*), poiché tali procedure possono determinare il giorno ultimo entro il quale i titoli venduti allo scoperto debbono essere consegnati e, all'interno di tale intervallo, le variabili che influenzano la decisione degli operatori di consegnare i titoli venduti⁴.

Abuso di mercato

Le vendite allo scoperto possono incentivare strategie manipolative volte ad indurre, in maniera artificiosa, *trend* ribassisti. Ad esempio, gli *short sellers* possono operare diffondendo al contempo *rumors* e segnali fuorvianti sulla giusta valutazione dei titoli oggetto di vendita, al fine di incentivare altri operatori a vendere.

Questo rischio è maggiore quando le operazioni di vendita allo scoperto sono di ammontare elevato e avvengono in tempi brevi, cosa potenzialmente più probabile per le vendite non assistite dal prestito titoli.

Rischio di regolamento

Le vendite allo scoperto amplificano i rischi di integrità del mercato poiché, con l'intensificarsi di tale tipologia di operatività, aumentano le difficoltà degli operatori di procurarsi in tempo utile i titoli venduti allo scoperto e dunque aumenta la probabilità di *fail*⁵ nel processo di liquidazione e la loro durata. Inoltre, aumenta la probabilità di mancata consegna in senso stretto. Ovviamente, tale rischio emerge con riferimento alle vendite allo scoperto non assistite dal prestito titoli.

⁴ Sulle procedure di regolamento si veda la sezione 3, par. 3.3.3.

⁵ Per *fail* si intende la mancata consegna dei titoli alle data di regolamento contrattualmente prevista.

La presenza di un consistente rischio di regolamento può alterare il corretto funzionamento dei mercati, aumentando i costi di transazione e riducendo i livelli di scambio.

Chiaramente, l'entità del rischio di regolamento dipende principalmente dalle procedure di regolamento vigenti.

2.3 La letteratura empirica sugli effetti delle vendite allo scoperto

Nel complesso, la letteratura empirica sul tema delle vendite allo scoperto conferma, se pur con alcune eccezioni, la presenza di effetti benefici legati alle vendite allo scoperto. 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 infra giornalieri.

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 scoperto⁶. 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.

BOX: LA LETTERATURA EMPIRICA SUGLI EFFETTI DELLE VENDITE ALLO SCOPERTO

Efficienza informativa dei prezzi

Gli studi empirici che analizzano il legame tra *short selling* ed efficienza informativa dei prezzi confermano l'ipotesi teorica in merito alla relazione tra vendite allo scoperto e processo di "*price discovery*". Alcune analisi empiriche mostrano che i vincoli sulle vendite allo scoperto determinano una riduzione dell'efficienza informativa in quanto riducono la velocità con cui l'informazione è incorporata nei prezzi (Saffi e Sigurdsson (2008), Boehmer e Wu (2008)). Altre analisi empiriche, inoltre, mostrano che gli *short sellers* contribuiscono ad incrementare l'efficienza informativa dei prezzi individuando le imprese sopravvalutate e vendendo allo scoperto i titoli relativi (Karpoff e Lou (2008), Boehmer *et al.* (2008), Bris *et al.* (2007)). Marsh e Niemer (2008) ottengono dei risultati che si discostano dalla letteratura empirica prevalente. Essi analizzano, nel periodo 1 gennaio - 31 ottobre 2008, l'impatto delle misure sulle vendite allo scoperto adottate nei diversi paesi per fronteggiare la crisi finanziaria e non trovano forti evidenze di riduzione dell'efficienza informativa dei prezzi a seguito dell'adozione dei provvedimenti restrittivi.

⁶ 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.

Per quanto riguarda l'effetto delle restrizioni sulle vendite allo scoperto sulla distribuzione di probabilità dei rendimenti dei titoli, alcuni studi empirici dimostrano che tale effetto non è statisticamente significativo (Charoenrook e Daouk (2005), Marsh e Niemer (2008)).

Liquidità

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 tramite lo *spread* denaro lettera (Charoenrook e Daouk (2005), Bris (2008b), Boehmer *et al.* (2008), Clifton e Snape (2008)).

Volatilità

Le analisi empiriche sugli effetti delle vendite allo scoperto sulla volatilità dei rendimenti non offrono indicazioni chiare. Alcuni studi mostrano che l'imposizione di restrizioni sulle vendite allo scoperto determina un aumento della volatilità dei rendimenti dei titoli (Charoenrook e Daouk (2005), Boehmer *et al.* (2008))⁷, mentre altri studi giungono a conclusioni diverse. Ad esempio, Shkilkov *et al.* (2008) trovano che lo *short selling* esaspera la volatilità infra giornaliera in situazioni di crisi di liquidità; analogamente, Bris (2008b) trova che le misure di divieto delle vendite allo scoperto *naked* di alcuni titoli finanziari imposte dalla SEC il 15 luglio 2008 hanno determinato una riduzione della volatilità infra giornaliera dei titoli oggetto del provvedimento.

Abuso di mercato

Pochi sono gli studi empirici volti ad analizzare il comportamento di quella parte degli operatori di mercato che ricorre alla pratica dello *short selling* al fine di manipolare i prezzi dei titoli ed ottenere consistenti guadagni. A tale proposito, Shkilkov *et al.* (2008) trovano che gli *short sellers* incrementano significativamente la propria attività su quei titoli che sperimentano un forte sbilanciamento, in negativo, tra ordini di acquisto e di vendita assistiti dalla disponibilità dei titoli e affermano che la capacità degli *short sellers* di influire sui prezzi dei titoli è rafforzata dalla loro abilità nel manipolare le opinioni del mercato e l'offerta di liquidità.

Alcuni lavori empirici analizzano invece l'attività di *short selling* in corrispondenza di operazioni di aumento di capitale, poiché in queste circostanze le vendite allo scoperto potrebbero essere utilizzate a fini manipolativi, per ridurre il prezzo dei titoli e rendere meno conveniente l'adesione all'offerta. A tale proposito, Safieddine e Wilhelm (1996) guardano all'evoluzione dell'attività di *short selling* in corrispondenza delle *seasoned equity offerings*⁸ negli Stati Uniti e valutano gli effetti dell'introduzione della *rule 10b-21*⁹. Essi trovano che: (i) tra la data dell'annuncio

⁷ Charoenrook e Daouk (2005) considerano la volatilità giornaliera e mensile, Boehmer *et al.* la volatilità infra giornaliera.

⁸ Le *seasoned equity offerings* sono aumenti di capitale rivolti al mercato, con o senza diritto di opzione, successivi alle IPOs.

⁹ Questa regola, introdotta nel 1988, proibiva l'utilizzo di azioni acquistate al prezzo di offerta per coprire posizioni corte create dopo l'annuncio e prima dell'inizio dell'offerta.

¹⁰ La regolamentazione australiana prevede che tutti gli ordini di vendita che si configurano come vendite allo scoperto siano identificati come tali all'atto della loro immissione; subito dopo la loro esecuzione, l'ASX comunica i dettagli delle operazioni ai *brokers*, per via elettronica e in tempo reale.

¹¹ Il Nasdaq riceve mensilmente i dati dai *market makers* sulle posizioni corte, li aggrega per ogni titolo e li comunica all'esterno (anche tramite il *Wall Street Journal* e il *New York Times*), in modo da rendere note con cadenza mensile le informazioni sulle posizioni aggregate corte per ogni azione.

dell'offerta e la sua esecuzione l'attività di *short selling* aumenta in maniera significativa, raggiungendo livelli di gran lunga superiori a quelli precedenti l'annuncio; (ii) tale attività si riduce a seguito dell'introduzione della *rule 10b-21*. Indagando sulle finalità che spingono gli *short sellers* ad intensificare l'attività di vendita allo scoperto in corrispondenza degli aumenti di capitale, gli autori trovano evidenza del fatto che tali finalità siano per lo più manipolative.

Anche Henry e Koski (2008) indagano sulle finalità dell'attività di *short selling* in corrispondenza di *seasoned equity offerings*, utilizzando dati relativi ad un campione di offerte realizzate negli Stati Uniti nel periodo 2005-2006, e trovano conferma dell'ipotesi della manipolazione di mercato.

Effetti di un regime di trasparenza

Alcuni lavori empirici valutano gli effetti derivanti dall'imposizione di un regime di trasparenza sulle vendite allo scoperto. In generale, tali studi evidenziano che, in presenza di un regime di trasparenza, l'annuncio di vendite allo scoperto su un titolo è interpretato come un segnale negativo dal mercato, che reagisce vendendo il titolo e accentuando la riduzione della sua quotazione. Ad esempio, Senchack e Starks (1993), con riferimento alle azioni quotate sul NYSE e sull'ASE, trovano che i prezzi delle azioni che sperimentano un aumento inatteso delle vendite allo scoperto si riducono significativamente a seguito dell'annuncio. Inoltre, gli autori trovano che i rendimenti sono tanto più negativi quanto più è alto il livello di *short interest* e che il fenomeno della riduzione delle quotazioni è meno forte per le imprese con opzioni quotate, per le quali lo *short selling* può essere adottato anche con finalità di copertura.

Aitken *et al.* (1998) studiano le conseguenze di una regolamentazione basata sulla trasparenza in Australia, dove le operazioni di vendita allo scoperto sono comunicate poco dopo la loro esecuzione¹⁰. Gli autori mostrano che gli annunci di vendite allo scoperto determinano significative riduzioni dei prezzi dei titoli venduti, confermando l'ipotesi che le vendite allo scoperto costituiscono cattive notizie per il mercato. Inoltre, gli autori trovano che le vendite allo scoperto che avvengono con elevata probabilità per finalità di copertura determinano più difficilmente una reazione negativa dei mercati.

Desai *et al.* (2002) analizzano il legame tra il livello di *short selling* e i rendimenti dei titoli quotati sul Nasdaq dal giugno 1988 al dicembre 1994¹¹. Gli autori trovano che i titoli oggetto di intensa attività di vendita allo scoperto sperimentano consistenti riduzioni delle quotazioni, a testimonianza del fatto che le vendite allo scoperto rappresentano per il mercato un segnale negativo.

Anche Gintschel (2001), utilizzando i dati relativi alle imprese quotate sul Nasdaq nel periodo 1995-1998, trova che i titoli oggetto di consistente ed inattesa attività di vendita allo scoperto sperimentano significative riduzioni dei prezzi a seguito dell'annuncio.

▪ Gli effetti delle misure restrittive sullo *short selling* in Italia e in Inghilterra

La Consob ha di recente condotto un'analisi statistica volta a valutare gli effetti dei primi provvedimenti di divieto delle vendite allo scoperto adottati per fronteggiare la crisi¹². I risultati dell'analisi evidenziano quanto segue:

- l'andamento dei corsi azionari è stato negativo e in ogni caso simile a quello degli altri paesi. Per quanto riguarda la distribuzione di probabilità dei rendimenti, per i titoli industriali si è verificata una riduzione della probabilità di ottenere rendimenti fortemente negativi. Invece, per i titoli bancari, si è rilevato un aumento della probabilità di osservare sia rendimenti estremamente negativi che estremamente positivi, a causa dell'aumento della volatilità conseguente al clima di forte turbolenza sui mercati;

¹² Si tratta dei provvedimenti entrati in vigore il 23 settembre, il 1° ottobre e il 10 ottobre.

- i provvedimenti restrittivi hanno contribuito alla riduzione dell'attività di speculazione dei *day traders*, operatori che chiudono le posizioni entro la fine della seduta, con l'obiettivo di realizzare guadagni legati alle variazioni infra giornaliera dei prezzi dei titoli;
- dopo la prima delibera Consob (decorrenza 23 settembre 2008) l'attività di *trading* sui titoli bancari si è ridotta significativamente, per poi riportarsi a livelli simili a quelli precedenti. La stessa evidenza emerge con riferimento al periodo successivo alla seconda delibera (decorrenza 1° ottobre 2008). Tuttavia, dopo la terza delibera (decorrenza 10 ottobre) gli scambi sia sui titoli finanziari che sui titoli industriali scendono a livelli sensibilmente inferiori a quelli medi del periodo gennaio-agosto 2008 e del periodo precedente all'insolvenza Lehman Brothers;
- a seguito dell'ultima delibera (decorrenza 1° ottobre 2008) si osserva per tutti i titoli un ampliamento significativo dei differenziali tra i prezzi di acquisto e di vendita sul mercato a pronti;
- i provvedimenti di divieto hanno contribuito alla riduzione dei *fail* per mancata consegna dei titoli, soprattutto per ordini riconducibili a intermediari italiani. Non si evidenziano invece variazioni significative dei *fail* imputabili a intermediari esteri;¹³
- l'analisi evidenzia uno spostamento dell'operatività dal mercato *cash* al mercato degli strumenti derivati, anche se tale spostamento non risulta essere di entità notevole.

Complessivamente, i risultati dell'analisi evidenziano che l'imposizione di divieti alla pratica delle *short sales* ha comportato non solo benefici ma anche costi per il mercato. Infatti, sebbene l'attività speculativa si sia ridotta e i *fails* ridimensionati, il divieto sembra aver contribuito a ridurre la liquidità nel mercato e ad aumentare i costi di transazione e la volatilità dei rendimenti, senza peraltro riuscire a frenare la discesa dei corsi azionari.

Il 18 settembre 2008 l'FSA ha proibito in via temporanea lo *short selling* sui titoli del settore finanziario. Nel febbraio 2009 la stessa FSA ha reso noti i risultati di un'analisi statistica realizzata dalla stessa Autorità al fine di testare gli effetti derivanti dall'imposizione del divieto. Dall'analisi condotta emergono alcuni importanti risultati:

- le *performance* dei titoli oggetto del divieto non sono migliorate in maniera significativa. In particolare, i rendimenti medi dei titoli oggetto del divieto appaiono in linea con quelli dei titoli esclusi, sia prima che dopo l'imposizione del provvedimento restrittivo. Solo nei 15 giorni immediatamente successivi al divieto si nota un sostanziale miglioramento nelle *performance* dei titoli finanziari;
- subito dopo l'introduzione del divieto la volatilità è cresciuta significativamente in tutto il mercato per poi ridursi successivamente ai livelli pre-divieto. Per quanto riguarda il cambiamento della volatilità delle azioni del settore finanziario rispetto al mercato, i risultati dell'analisi sono inconcludenti;
- i volumi di scambio relativi ai titoli finanziari sono aumentati subito dopo l'introduzione del divieto, per poi ridursi successivamente. I costi di transazione, misurati dallo *spread* denaro-lettera, sono aumentati dopo il divieto per tutti i titoli, con incrementi maggiori per i titoli finanziari.

Da quanto emerge dall'analisi, l'imposizione del divieto non ha apportato significativi benefici al mercato, né in termini di riduzione della volatilità, né in termini di miglioramento delle *performance* dei titoli, mentre ha determinato una riduzione della liquidità e una crescita degli *spread* denaro-lettera.

¹³ Le statistiche sui *fail* fanno riferimento al controvalore dei *fail* di nuova creazione rapportato al controvalore degli scambi.

2.4 Conclusioni

Dall'analisi precedente emergono utili elementi per la definizione di un'efficiente soluzione regolamentare in materia di vendite allo scoperto. Gli studi sul tema fanno ritenere che le vendite allo scoperto migliorino la qualità dei mercati finanziari, incrementando il livello di liquidità e favorendo il processo di *price discovery*.

Non sono valutabili in modo univoco gli effetti che tale pratica può avere sulla stabilità dei mercati e quindi sulla volatilità infra giornaliera, data la discordanza dei risultati empirici ottenuti. Dubbi permangono anche in merito agli effetti che un regime di trasparenza sulle vendite allo scoperto potrebbe avere sul comportamento degli operatori di mercato; a tale riguardo, gli studi empirici analizzati mostrano che la *disclosure* al mercato potrebbe accelerare i processi di riduzione delle quotazioni dei titoli oggetto di consistenti vendite allo scoperto.

Appare invece importante concentrare l'attenzione su altre due problematiche connesse alla pratica dello *short selling*, il rischio di regolamento e il rischio di abuso di mercato, che possono essere estremamente lesivi del corretto funzionamento dei mercati finanziari e dell'ordinato svolgimento delle negoziazioni.

Un'attenta valutazione di tutti questi elementi è propedeutica all'individuazione delle possibili opzioni regolamentari da vagliare in tema di vendite allo scoperto, con riguardo anche alla definizione degli obiettivi da perseguire, dei possibili destinatari dei provvedimenti e dei relativi ambiti di applicazione.

3. Opzioni regolamentari

Nel corso di questa sezione verranno presentate diverse opzioni regolamentari in materia di *short selling* allo scopo di avviare un confronto con il mercato e di individuare la soluzione idonea a disciplinare il fenomeno in via permanente. Per ogni opzione verranno indicati e analizzati i costi e i benefici ad essa potenzialmente associati.

Prima di passare in rassegna le diverse soluzioni regolamentari oggetto di consultazione, si espongono le principali indicazioni fornite dallo IOSCO¹⁴ e dall'*European Securities Markets Expert Group* (ESME)¹⁵ in materia di vendite allo scoperto, e si indicano le misure che le Autorità di vigilanza in altri paesi europei (la Financial Services Authority - FSA - nel Regno Unito, l'Autorité des marchés financiers - AMF - in Francia e la Securities and Exchange Commission – SEC – negli Stati Uniti) intendono adottare in via permanente per regolare il fenomeno dello *short selling*.

Una valutazione attenta delle scelte che gli altri paesi intendono porre in essere, nonché delle raccomandazioni provenienti da organizzazioni sovranazionali, è essenziale, al fine di individuare una soluzione regolamentare che, nel rispetto delle suddette raccomandazioni, non apra la strada a fenomeni elusivi dovuti a possibili arbitraggi regolamentari, che non crei distorsioni, che non incida sugli assetti competitivi tra mercati regolamentati sottoposti a diversi regimi regolamentari, tra diversi sistemi di contrattazione e tra mercati a pronti e mercati a termine. Effetti di questo tipo sono tanto più probabili quanto più prescrittiva è la disciplina e, in particolare, quanto più la stessa incide sui comportamenti dei singoli o sulle generali condizioni operative e informative dell'attività di negoziazione.

D'altra parte, è evidente come i costi e i benefici associati alle diverse opzioni regolamentari dipendano dalla presenza o meno di un regime armonizzato. In ogni caso, la soluzione regolamentare individuata dovrà sfruttare al massimo i margini di manovra insiti nelle raccomandazioni provenienti da organizzazioni sovranazionali.

3.1 Le analisi in ambito internazionale

▪ Documento in consultazione dello IOSCO

Il Comitato Tecnico dello IOSCO ha approvato un documento in materia di vendite allo scoperto. Il documento, in consultazione dal 23 marzo al 23 giugno, raccomanda 4 principi generali ai quali le "Autorità di mercato"¹⁶ dovrebbero ispirarsi nella definizione della regolamentazione in materia di vendite allo scoperto. I principi generali sono i seguenti:

1. l'attività di vendita allo scoperto dovrebbe essere assoggettata ad appropriati controlli al fine di ridurre o minimizzare i possibili rischi per l'ordinato ed efficiente funzionamento dei mercati finanziari, nonché per la loro stabilità;
2. l'attività di vendita allo scoperto dovrebbe essere assoggettata ad un regime di comunicazione che fornisca un'informazione tempestiva al mercato o alle Autorità di mercato;

¹⁴ Lo IOSCO ha recentemente pubblicato un documento di consultazione in materia di vendite allo scoperto: *Regulation of short selling, consultation report, Technical Committee of International Organization of Securities Commissions*, March 2009.

¹⁵ *Position on Short Selling*, March 2009.

¹⁶ Per Autorità di mercato si intendono le Autorità di vigilanza sui mercati ed altri attori con poteri analoghi (p.e. le società di gestione dei mercati).

3. l'attività di vendita allo scoperto dovrebbe essere sottoposta ad un efficace regime di verifica del rispetto delle norme;
4. l'attività di vendita allo scoperto dovrebbe prevedere esenzioni per taluni tipi di transazioni funzionali a un efficiente funzionamento del mercato.

I principi raccomandati nel documento dello IOSCO sono, appunto, dei principi generali. Con riferimento specifico a taluni dei suddetti principi si possono fare le seguenti considerazioni. Per quanto riguarda il **principio n. 1**, il documento non dà indicazioni precise su quali siano le categorie di controllo dell'attività di vendita allo scoperto ritenute appropriate, limitandosi a riportare sinteticamente quelle che in concreto sono, o sono state, utilizzate dalle Autorità di mercato. L'unica rilevante eccezione riguarda le procedure di regolamento, le quali sono trattate in maniera relativamente approfondita e, caso pressoché unico, sono oggetto di una raccomandazione specifica:

Il Comitato Tecnico ritiene che la predisposizione di procedure di regolamento efficaci rappresenti il primo pilastro di un efficace regime di controllo delle vendite allo scoperto. Il Comitato Tecnico raccomanda che la regolamentazione in materia di vendite allo scoperto imponga, quale requisito minimo, il regolamento forzoso delle transazioni non regolate (per esempio tramite procedure obbligatorie di buy-in).¹⁷

Per quanto riguarda il **principio n. 2**, il documento non dà indicazioni precise su quale sia il regime di comunicazione, al mercato o alle Autorità di mercato, ritenuto adeguato. Per quanto riguarda, infine, il **principio n. 4**, il documento indica, tra le categorie di transazioni per le quali dovrebbe valere il regime di esenzione, le attività di copertura, di *market making* e di arbitraggio.

▪ **Il Position Paper dell'ESME**

L'ESME, su incarico della Commissione Europea, ha predisposto uno studio sullo *short selling*, pubblicato in data 19 marzo. L'ESME ha analizzato sia la regolamentazione in materia di vendite allo scoperto vigente nei diversi paesi prima della crisi finanziaria, sia le recenti soluzioni regolamentari poste in essere dalle varie Autorità per fronteggiarla. Rispetto a queste ultime, l'ESME ha esaminato i risultati di recenti studi empirici, volti a valutare l'efficacia delle misure temporanee predisposte in alcuni paesi. I principali risultati dello studio possono essere così sintetizzati:

- non vi è evidenza che le misure restrittive poste in essere dai diversi paesi abbiano conseguito gli obiettivi desiderati. Piuttosto, la qualità dei mercati sembra essersi ridotta a seguito dell'adozione di tali misure;
- misure restrittive sulle vendite allo scoperto non dovrebbero essere scelte come soluzioni permanenti ma dovrebbero essere adottate solo in circostanze estreme, come risposta di breve periodo a specifici eventi;
- opzioni regolamentari volte ad incrementare la trasparenza sulle operazioni di vendita allo scoperto devono essere valutate attraverso un'attenta analisi costi-benefici; in ogni caso, le scelte regolamentari in materia di *short selling* devono essere coordinate a livello europeo. È importante predisporre soluzioni regolamentari volte a limitare i *fail* nel processo di liquidazione.

¹⁷ *Ibidem*, p. 8.

3.2 Iniziative in alcuni dei principali paesi

▪ Misure in vigore nel Regno Unito

Il 14 gennaio 2009, dopo aver condotto, tra il 5 ed il 9 gennaio 2009, una consultazione sulla base di un *discussion paper*, l’FSA ha modificato il regime in materia di vendite allo scoperto, già in vigore dal 18 settembre 2008, nei seguenti termini:

- l’FSA ha deciso di non prorogare ulteriormente il divieto di vendere allo scoperto le azioni delle società appartenenti al settore finanziario, rimasto in vigore fino al 16 gennaio 2009, sebbene abbia espressamente specificato di riservarsi il diritto di reintrodurre il suddetto divieto qualora le circostanze lo dovessero richiedere; il divieto valeva sia per le vendite *naked* che per le vendite *covered*;
- l’FSA ha confermato il regime di trasparenza delle posizioni nette corte superiori alla soglia dello 0,25% del capitale di alcune società, specificate in una apposita lista (attualmente 30 società), fino al 30 giugno 2009.

Successivamente, il 6 febbraio 2009, l’FSA ha pubblicato un *discussion paper*, in consultazione fino all’8 maggio, con il quale ha proposto di estendere il regime di trasparenza delle posizioni nette corte a tutte le azioni quotate incorporate nel Regno Unito, invece che esclusivamente ai titoli finanziari, e conseguentemente ha proposto che l’obbligo scatti al superamento della soglia dello 0,50% del capitale sociale, invece che alla soglia dello 0,25%, per tutte le azioni quotate incorporate nel Regno Unito tranne per le azioni di società oggetto di aumento di capitale, per le quali ha proposto di mantenere la soglia oggi in vigore dello 0,25%.

L’FSA ha introdotto le misure su indicate sulla base dei poteri ad essa attribuiti dal “*Financial Services and Market Act 2000*”; in particolare, l’FSA ha apportato alcune modifiche al “*Market Conduct Sourcebook*” in base alle quali nella sezione dedicata agli abusi di mercato¹⁸ ha espressamente previsto che: “*Failure by a person who has a disclosable short position in a UK financial sector company to provide adequate ongoing disclosure of their position is behaviour which, in the opinion of the FSA, is market abuse (misleading behaviour)*”.

▪ Misure in vigore in Francia

Il 19 dicembre 2008 l’AMF ha deliberato di estendere temporaneamente le misure in materia di vendite allo scoperto già in vigore dal 19 settembre 2008. In particolare, le misure adottate dall’Autorità francese si applicano alle azioni di società appartenenti al comparto finanziario negoziate sui mercati regolamentati francesi (attualmente 15 società) e prevedono:

- l’obbligo di comunicare all’AMF ed al mercato le posizioni nette corte superiori allo 0,25% del capitale delle società;
- il divieto di effettuare vendite allo scoperto del tipo *naked*;
- una raccomandazione agli intermediari finanziari di limitare l’attività di prestito titoli.

Successivamente, il 23 febbraio 2009, l’AMF ha posto in consultazione fino al 10 aprile 2009, e sulla base dei risultati raggiunti da un gruppo di lavoro in materia di vendite allo scoperto costituito in data 6 novembre, un documento concernente una serie di misure che s’intenderebbe rendere definitive.

¹⁸ Sezione 1.9, denominata “*Market abuse (misleading behaviour) & market abuse (distortion)*”.

In particolare, il documento in consultazione prevede che, essendo poco realistico proibire definitivamente le vendite allo scoperto, sarebbe necessario:

- introdurre maggiori sanzioni per i soggetti che non consegnano i titoli venduti alle date contrattualmente stabilite;
- assicurare la pubblicazione delle informazioni inerenti alle posizioni nette corte che eccedono il limite dello 0,25% del capitale di alcune società o, in alternativa, prevedere un’indicazione specifica da parte dei clienti per le vendite poste in essere allo scoperto, in modo da consentire all’AMF di diffondere tali informazioni (in modo aggregato) al mercato;
- imporre agli investitori che pongono in essere vendite allo scoperto di comunicare all’AMF il volume ed il prezzo delle operazioni di prestito titoli, al fine di rendere l’Autorità informata circa l’eventuale “pressione” sul mercato dei prestiti azionari.

Le misure attualmente in vigore in Francia sono state introdotte ai sensi del “*Règlement Général de l’Autorité des Marchés Financiers*” il quale, espressamente prevede, all’art. 516-5, che: “(...) *L’AMF peut, en tant que de besoin, fixer, de manière temporaire ou permanente, des règles de couverture plus strictes pour un instrument financier ou un marché déterminé.*”

In particolare, la previsione normativa su indicata è riferibile esclusivamente al divieto di porre in essere vendite allo scoperto di tipo *naked*; con riguardo, invece, all’obbligo di comunicare le posizioni nette corte, l’AMF non fa riferimento esplicito ad alcuna norma.

▪ **Misure in vigore negli Stati Uniti**

La SEC ha recentemente avviato una consultazione con il mercato su cinque proposte regolamentari in materia di *short selling*:

1. imposizione permanente della *uptick rule*¹⁹;
2. imposizione permanente della “*modified*” *uptick rule*²⁰;
3. divieto di *short selling*, per l’intera giornata di contrattazione, sui titoli che subiscono violente cadute dei corsi;
4. imposizione della *uptick rule*, per l’intera giornata di contrattazione, per i titoli che subiscono violente cadute dei corsi;
5. imposizione della “*modified*” *uptick rule*, per l’intera giornata di contrattazione, per i titoli che subiscono violente cadute dei corsi.

Le prime due misure proposte dalla SEC hanno quindi natura permanente, mentre le altre sono misure temporanee, volte a limitare il fenomeno dello *short selling* su quei titoli che sperimentano forti riduzioni delle quotazioni (nella misura del 10%).

La regola è stata operativa negli Stati Uniti dal 1938 al 2007. La SEC ha poi deciso di abolire l’applicazione della *tick rule* (suscitando non poche polemiche) a seguito dei risultati di uno studio pilota condotto nel periodo maggio 2005 - agosto 2007, periodo in cui la regola è stata temporaneamente sospesa. I risultati dello studio pilota mettevano in discussione la capacità della

¹⁹ Come sarà chiarito successivamente, l’*uptick rule* è una regola che stabilisce che un titolo può essere venduto allo scoperto solo ad un prezzo maggiore del prezzo a cui è avvenuta la vendita precedente, o ad un prezzo uguale ad esso, purché l’ultima variazione del prezzo sia stata positiva.

²⁰ La versione modificata della *uptick rule* stabilisce che si può vendere allo scoperto solo ad un prezzo maggiore del più elevato prezzo *bid* nazionale o ad un prezzo uguale ad esso, se quest’ultimo è maggiore dell’ultimo differente migliore prezzo *bid* nazionale.

