

# The Financial Crises of the Markets and the restriction on the naked short selling practice

*Gimede Gigante*

*Visiting at Stern New York University*

*La Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB) ha deciso il 10 Ottobre 2008, di estendere a tutte le azioni quotate nei mercati regolamentati italiani e ivi negoziate l'obbligo che la vendita sia assistita dalla proprietà e dalla disponibilità dei titoli da parte dell'ordinante al momento dell'ordine e fino alla data di regolamento dell'operazione. La Consob ha, insomma, proibito quella che in gergo finanziario prende il nome di "Naked Short Selling Practice" (Vendita allo Scoperto). La vendita allo scoperto di azioni è un'operazione finanziaria consistente nella vendita di titoli non posseduti. Chi la compie deve, entro una certa scadenza, acquistare e consegnare i titoli ceduti al compratore. Si effettua una vendita allo scoperto se si scommette sul fatto che il prezzo di acquisto del titolo oggetto di tale operazione sarà inferiore al prezzo incassato. Dal momento che l'incasso per la vendita è precedente al momento di acquisto, in questo caso il rendimento complessivo dell'operazione sarà positivo. Tale provvedimento, che ha efficacia a partire dalle ore 14:00 del 10 Ottobre 2008 e valido fino alle ore 24:00 del 31 ottobre prossimo, in realtà fa seguito alle misure già adottate dalla Commissione il 22 settembre e il 1 ottobre scorso in materia di vendite allo scoperto di titoli bancari e assicurativi. Ma è esso strumento sufficiente?*

Il divieto alla pratica di attività di short-selling deve essere inteso per ciò che effettivamente vuole rappresentare. Uno

sforzo espresso dalle istituzioni di controllo (prima la Sec in Usa, adesso la Consob in Italia) per contrastare la discesa dei prezzi di alcune azioni (in particolare nel settore finanziario e bancario).

Sul fatto che però ciò rappresenti effettivamente uno sforzo produttivo degli effetti auspicati, purtroppo qualche dubbio rimane a diversi livelli. Cerchiamo di capirne il perchè.

Quando c'è un generalizzato ribasso dei prezzi dei titoli azionari, molti dei partecipanti al mercato, quali ad esempio i gestori di mutual funds, dimostrano un atteggiamento riluttante alla vendita di quelle azioni che sono caricate nel proprio portafoglio in perdita. E questo avviene anche se loro stessi considerano quei titoli effettivamente sopra-valutati. Ciò trasferisce un messaggio non corretto al mercato.

Questo comportamento "irrazionale" di alcuni player, tuttavia, è rimediato, in parte, dall'attività dei cosiddetti short-sellers player che con la loro strategia di vendita finiscono per trasferire, indirettamente, la propria "informazione pessimistica" anche a quella fetta di mercato più debole che da sola non ha accesso ad una immediata comprensione delle tendenze in atto.

Analizzando nel concreto le possibili conseguenze che tale politica restrittiva produce, ci si ritrova a constatare che purtroppo la stessa rischia di essere quindi tanto inefficace quanto inefficiente.

Per quanto l'inefficacia bisogna rifarsi all'impatto sulla liquidità che tale restrizione inevitabilmente determina sui mercati (causata dalla riduzione dell'operatività in attività di "option trading", oltre che dalla fuga da quei titoli oggetto di tali restrizioni da parte di grossi operatori, come per esempio Hedge Funds, capaci di "pompare" negli anni scorsi immensa liquidità sui mercati con le loro strategie computerizzate di short-long selling). Questa riduzione di liquidità

finisce per colpire duramente le azioni oggetto della restrizione (si vedano i titoli finanziari e bancari oggetto di restrizione dopo le misure adottate il 22 Settembre e il 1 Ottobre scorso). In termini di efficacia allora possiamo dire che tale strategia non solo, purtroppo, risulta non essere sufficiente ma anzi forse non è azzardato affermare, che si possa ritenere responsabile di determinare indirettamente il declino ulteriore dei prezzi nel medio periodo.

La ricerca accademica, inoltre, suggerisce come le azioni oggetto di tali misure restrittive finiscono per essere overpriced fino a quando tali vincoli vengono ridotti o eliminati, momento in cui si assiste a ritorni notevolmente più negativi rispetto a titoli che non hanno subito la stessa politica. Non è un caso se proprio in quei paesi in cui esistano pochi vincoli alla vendita, ci sia anche una maggiore efficienza sui prezzi, meno co-movimento delle azioni e volatilità generale più bassa che in quei paesi in cui, ad esempio, la stretta sulla libertà di vendita è maggiore. Nessuno studio ha, inoltre, dimostrato empiricamente, purtroppo, che la stretta regolamentare in tali termini, produca una reale riduzione della probabilità di “crash down” delle azioni oggetto della misura.

Dal punto di vista dell'efficienza, tale strategia finisce per essere lacunosa. Il divieto di short selling imposto dalle autorità di controllo di fatto, così come inteso sino adesso, non è di natura sovranazionale, cioè non riguarda tutte le Borse europee nel loro complesso ma solo i singoli mercati. Quindi è vietato, ad esempio, per un operatore domiciliato in Italia effettuare vendite allo scoperto su un titolo bancario quotato a Piazza Affari, ma la stessa manovra non è vietata se la vendita allo scoperto avviene ad esempio da un altro mercato europeo. E lo stesso vale per operatori italiani che eseguono un ordine di short selling su titoli di società estere. Tale operatività, inoltre, essendo accessibile solo ai grossi investitori istituzionali finisce per ripercuotere la sua inefficienza su quella parte di mercato

rappresentata dal pubblico “piccolo risparmiatore” che opera in attività di trading su ridotti stock di azioni.

“Sparare al messaggero per impedire la consegna di una cattiva notizia, quindi, non è mai una buona idea.”

Molto più incoraggianti risultano, invece, gli interventi realizzati in ottica di attenzione alla liquidità del sistema, al mantenimento di politiche fiscali mirate e poco stringenti e alla salvaguardia dei risparmi (così come garantita in Italia dal decreto salva-banche varato dal CDM lo scorso 9 Ottobre). Anche se un coordinamento, in merito a questo ultimo punto, sarebbe auspicabile a livello almeno paneuropeo.

*New York 10 Ottobre 2008<sup>1</sup>*

*Gimede Gigante is visiting at Stern New York University. Born in December 10th, 1980. Degree in Business Administration from Università Bocconi, 2002-2003. International Teachers Programme, SdaBocconi 2008. Researched abroad. Among other Institutions Bristol Finance Dptment (2002), New York University STERN (fall 2008). Member of ADEIMF (Italian Association of Banking&Finance Teachers), member of GEI (Gruppo Economisti d'Impresa), academic member of TMA (Turnaround Management Association) New York.*

---

<sup>1</sup> Su Stampa Economica- News di Economia e Finanza del 10 Ottobre 2008