

# La Ricerca Senza Frontiere

*«La fame era stata la conseguenza della carestia e più ancora dei pazzi rimedi con cui s'erano illusi di farla scomparire: le autorità rinvilendo artificialmente i prezzi, il popolaccio distruggendo i forni e saccheggiando i magazzini. Due erano stati, alla fin de' conti, i frutti principali della sommossa: guasto e perdita di viveri, nella sommossa medesima; consumo largo, spensierato, senza misura, a spese di quel poco grano, che pur doveva bastare fino alla nuova raccolta. E gli effetti furon tremendi.»*  
I Promessi Sposi (Alessandro Manzoni)

*Serve vietare le vendite allo scoperto per vincere la speculazione ?*

Quando la speculazione si fa forte, le autorità di controllo dei mercati finanziari intervengono sempre più spesso vietando le c.d. vendite allo scoperto. Lo scopo dichiarato è di ripristinare l'ordinato funzionamento dei mercati ed evitare cali ingiustificati dei prezzi dei titoli e battere così la speculazione. Così è accaduto anche in Italia nello scorso mese di luglio. L'11 luglio, il lunedì nero delle Borse europee (in particolare Milano), un terremoto scuote il mercato dei titoli di Stato italiani e non solo, mettendo a dura prova la tenuta dell'euro. Nella valutazione pressoché unanime della stampa la causa del tracollo sta nella situazione dei conti pubblici: il mix di alto debito, bassa crescita e incertezza politica apre una crepa nell'euro, in cui si infilano i mercati finanziari internazionali, mettendo a repentaglio la sopravvivenza stessa della moneta unica. Tutti i commenti chiedono l'approvazione immediata della manovra di bilancio. Moltissime le prese di posizione che chiedono interventi ancora più incisivi. E tra i tanti interventi a salvaguardia della integrità del mercato, quello della proibizione delle vendite allo scoperto è visto con occhi generalmente molto favorevoli dai politici.

Troppo spesso, tuttavia, il reale impatto che tali intervento ha sfugge ai più. Tale decisione non è priva di conseguenze negative e gli addetti ai lavori ne sanno qualche cosa.

## La Ricerca Senza Frontiere

Stando così le cose, è forse il caso, allora innanzi tutto di chiarire in che consistono tali operazioni e, poi, di valutarne l'effettiva efficacia. Le c.d. “*vendite allo scoperto*” di titoli (con termine inglese *short selling*<sup>1</sup>), si sostanziano in una vendita di titoli presi a prestito, ovvero, di cui non si ha immediata disponibilità. Nella sostanza si vende un bene di cui si ritiene di poter eventualmente, alla meno peggio, entrare in possesso successivamente. In una “*vendita allo scoperto*” siamo di fronte ad una operazione corta, ovvero, di vendita ( “*short*” ), dove chi pone in essere l'operazione lo fa generalmente per “scommettere” su un ribasso del titolo e dunque per guadagnare dalla differenza tra il prezzo di vendita ed il prezzo del titolo a data regolamento.

Evidentemente l'operazione è speculativa non perché d'intervento di vendita del titolo ma in quanto realizzata in assenza del titolo, che solitamente ci si fa prestare da una società pagandole un interesse per ogni giorno che passa dalla vendita all'acquisto, ovvero alla copertura dello scoperto. La logica sottesa ad un'operazione di vendita allo scoperto è, infatti, invertita rispetto a quella di una normale transazione che prevede prima l'acquisto e poi la vendita dello strumento finanziario. Facciamo un esempio, auspichiamo chiarificatore, tratto dalla pagina “operatività in titoli” di un primario intermediario italiano

Si Decida di utilizzare lo Short Selling sul titolo A. Quindi nella pagina di inserimento ordine selezioni la voce: "Short Selling" e vedi che, per le operazioni sul titolo A, è previsto un Margine di Garanzia del 50%. Immetti l'ordine di vendita per 1.000 azioni al prezzo di 5 Euro. Il tuo ordine di vendita è eseguito sul mercato ed il controvalore dell'operazione (1.000 azioni x 5 Euro cad. = 5.000 Euro) è trattenuto dalla Banca assieme al Margine di Garanzia del 50% (il 50% di 5 Euro moltiplicato per 1.000 azioni = 2.500 Euro). Quando decidi di chiudere l'operazione di Short

---

<sup>1</sup> 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<sup>4</sup>. 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”.

## La Ricerca Senza Frontiere

Selling devi acquistare lo stesso numero di titoli: inserisci un ordine di "Acquisto per chiusura della posizione Short Selling" e riacquisti i titoli al prezzo di 4 Euro. La spesa necessaria per riacquistare i titoli è perciò pari a 4.000 Euro (1.000 azioni x 4 Euro cad. = 4.000 Euro). Il risultato dell'operazione è dato dalla differenza tra quanto incassato dalla vendita (5.000 Euro) e quanto speso per il riacquisto dei titoli (4.000 Euro), ovvero, in questo caso un guadagno di 1.000 Euro. Spero adesso sia tutto più chiaro!

Lo *short selling*, ha una conseguenza molto importante sui mercati finanziari. Accentua le tendenze ribassiste, esaspera i problemi di liquidità e la scarsità di credito; essa rappresenta, perciò, un potenziale pericolo, soprattutto se effettuato da grandi investitori, quali i fondi speculativi o "*hedge funds*". Per limitare tale operatività le autorità modulano diversi tipi di interventi, che si sostanziano nei divieti che possono essere relativi alle sole vendite allo scoperto (c.d. "*naked short sales*"), in cui il venditore non prende a prestito in titoli per consegnarle al compratore nel periodo di regolamento, ovvero, anche alle operazioni di copertura del tipo "*covered short sales*", in cui il venditore si protegge prendendo a prestito le azioni.

Nella sostanza l'obiettivo che si intende raggiungere con tali provvedimenti è quello di sostenere i corsi dei titoli. Evitando le operazioni "scoperte", le vendite non possono avere luogo da parte del venditore la conseguenza dovrebbe essere un sostegno – in una fase di speculazione su di un titolo – alle quotazioni del titolo.

Ma questo è vero? In altre parole, le sedute di borsa successive all'adozione dei divieti di vendite allo scoperto hanno effettivamente mostrato un recupero dei prezzi dei titoli? Se sì, allora si può dire che era in opera la speculazione e che l'intervento è stato utile. Un appunto, solo a posteriori possiamo dire di raggiunto l'obiettivo di sostenere il mercato. Premesso che, quanto alla capacità di tali interventi a vincere gli

## La Ricerca Senza Frontiere

speculatori, alcuni studi econometrici<sup>2</sup> consigliano una ben altra cautela, vediamo in primo luogo quali sono i “*danni collaterali*” che tali strumenti pongono al corretto funzionamento dei mercati.

Che i divieti delle vendite allo scoperto fossero capaci di sostenere i prezzi azionari era materia controversa, ma al contrario vi è una rilevante evidenza che al contrario hanno impatto sulla liquidità del mercato.

La liquidità di un mercato è notoriamente definita come l'inverso della distanza (in tempo) per rendere moneta un *asset*. Questa capacità del mercato dipende in primo luogo dalle regole del mercato. Infatti, il processo con cui si perfeziona lo scambio è importante in quanto definisce come da valori di libro (*book values*) sia di acquisto che di vendita si passa a definire sia il prezzo di scambio sia le modalità con cui una parte consegna l'*asset* all'altra. La liquidità dipende altresì dalla struttura del mercato. Quindi in genere i mercati concorrenziali hanno una liquidità diversa da mercati in cui il numero di operatori ed il numero di beni (*asset*) scambiati è soggetto a limitazioni. Da tale punto di vista sono molti che ritengono che quanto a la liquidità si debba intendere lo spessore o profondità del mercato; da tale punto di vista, la liquidità di un mercato è il differenziale che esiste tra il prezzo bid e il prezzo ask proposti sul *book value*. Tanto più questo differenziale è ampio tanto più il mercato è illiquido. Questo avviene perché è difficile far incontrare il prezzo di vendita proposto con il prezzo di acquisto. Questo genera una situazione in cui sia il venditore che l'acquirente devono modificare il loro prezzo sul *book value* per perfezionare lo scambio. Questo meccanismo si ripete fino al punto in cui i due prezzi, quindi il differenziale non diventa nullo, sono uguali. Le tradizionali misure della liquidità includono il volume scambiato giornalmente e il numero di transazioni; comunque è importante considerare anche la volatilità, che dà misura le fluttuazioni del prezzo del mercato. Sebbene molti traders credano che la volatilità sia una cosa

---

<sup>2</sup> L'evidenza empirica di un recente studio (Pagano e Beber, 2009) mostra che, nel corso della crisi finanziaria del 2008-09, l'obbligo di **comunicazione** delle vendite allo scoperto di per sé si è accompagnato a una maggior liquidità del mercato azionario, mentre il **divieto** delle vendite allo scoperto ne ha ridotto la liquidità ed efficienza informativa e non è neanche riuscito nell'intento di sostenere i prezzi delle azioni.

## La Ricerca Senza Frontiere

buona per i mercati, nell'attualità una bassa volatilità è segno di un buon funzionamento del mercato liquido, mentre i mercati caratterizzati da un'alta volatilità tendono a essere non liquidi e meno adatti per piccoli 'trades' a breve termine.

Date le premesse è facilmente intuibile come un provvedimento di limite alle operazioni di *short selling* significa in definitiva ridurre la liquidità in un mercato, in quanto sottrae una parte di domanda (quella relativa alla vendita) dal mercato. Se così è in buona sostanza si ampliano i margini di guadagno con piccoli investimenti e quindi si alimenta il fuoco della speculazione che si vuole, invece, combattere.

In definitiva, poiché durante la crisi la liquidità delle azioni è molto ridotta, è importante capire se e in che misura i divieti di *short selling* che gioco svolgano nella speculazione. Insomma data la lunga premessa, in conclusione, resta assodato che i provvedimenti se da un lato impediscono le offerte guidate solo dall'intento speculativo, dall'altro lato le moltiplicano i guadagni, in un certo senso favorendola.

Ma le controindicazioni, non si fermano qui. Adesso, la speculazione c'è sia al ribasso che al rialzo: partire dall'idea che quella al ribasso sia "più cattiva" lascia perplessi (molto più spesso le crisi finanziarie e in particolare quella attuale è stata causata da grosse speculazioni al rialzo); Lo *short selling* di per sé sarebbe una pratica "assicurativa" che permette di proteggersi dai ribassi dei mercati: un eccesso nel non-utilizzo (così come nell'utilizzo) può finire con l'aumentare le perdite dei mercati e la loro volatilità;

Molti sono gli economisti che osservano come il problema non la possibilità di fare guadagni al ribasso, ma il sintomo che i mercati hanno una tendenza al ribasso, che lo *short selling* semplicemente segnala. Un'osservazione del genere, forse banale, tuttavia, segnala come sia scorretto preoccuparsi delle speculazioni al ribasso, ma come sia necessario concentrarsi di più sulle ragioni del ribasso, che sui

## *La Ricerca Senza Frontiere*

provvedimenti sul mercato. Tali economisti avvertono come probabilmente si avrebbero risultati magari meno immediati, ma certamente più duraturi.

E se seguiamo tale linea di pensiero con un minimo di rigore ci rendiamo conto che la speculazione arriva quando c'è odore di carogna, ovvero, quando c'è qualche cosa che non va nel sistema e come gli avvoltoi si nutrono di carcasse, così la speculazione finanziaria toglierebbe dal mercato i rami secchi. Se poi tali rami siano veramente secchi o è questione di scelte sbagliate a cui con pazienza e cura si può rimediare, questo non è dato sapere ...

Enea Franza