



UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI NAPOLI FEDERICO II
FACOLTÀ DI GIURISPRUDENZA

INNOVAZIONE E DIRITTO

La crociata dei market regulators contro lo “short selling”. Alcune riflessioni sui possibili interventi di vigilanza a difesa dei mercati e degli investitori.

di Luigi Scipione

«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)

SOMMARIO: 1. Premessa. - 2. Elementi definatori della fattispecie dello short selling tra evoluzione terminologica e provocazione lessicale - 3. Inquadramento tipologico e disciplina applicabile: l'operazione di “Prestito titoli”. - 3.1. Definizione, effetti e funzione delle clausole di marking to market e di close-out netting. - 4. Lo short selling e le sue “tecnicità”. - 4.1. (Segue): La scomposizione dimensionale del fenomeno dello short selling. - 5. Le opzioni regolamentari in materia di “vendite allo scoperto”. - 6. Un'analisi comparata delle misure restrittive adottate nei principali Paesi. - 7. Le misure intraprese dalla Consob. - 7.1. (Segue): L'oggetto della disposizione e l'ambito soggettivo di applicazione del divieto: principi generali. - 7.2. (Segue): Peculiarità della disciplina in tema di aumenti di capitale. L'ultimo baluardo - 7.3. (Segue): Le disposizioni riguardanti l'attività di market maker, specialist e liquidity provider. - 7.4. Un primo bilancio. De jure condendo. - 8. Istanze di riforma della regolamentazione europea in tema di short selling. - 9. Conclusioni.

1. Premessa.

L'inasprimento della crisi finanziaria, innescato nel 2008 dal default della Lehman's Brhs¹, ha rappresentato un formidabile banco di prova su cui misurare l'efficienza e l'efficacia della gamma di strumenti di vigilanza protettiva in capo ai market regulators dei principali Paesi².

¹ In generale, per un approfondimento delle cause economiche della crisi e per una ricostruzione delle carenze della regolazione emerse, si rimanda alle opere di F. Capriglione, *Crisi a Confronto* (1929 e 2009). Il caso italiano,

Nel corso degli ultimi due anni, le autorità di vigilanza hanno intrapreso numerose e coordinate misure protettive, alcune di carattere emergenziale (al fine di esercitare un “calming effect” sui mercati) altre strutturale, nel duplice tentativo di arrestare l’erosione di fiducia degli investitori e di irrobustire l’efficacia dei sistemi di controllo³.

Nel contesto di una crisi gli andamenti negativi possono essere acuiti anche dalle c.d. “vendite allo scoperto” di titoli (short selling), cioè vendite di titoli presi a prestito ovvero di cui non si ha immediata disponibilità. Per “vendita allo scoperto” s’intende appunto 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. 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. Lo short selling, accentuando le tendenze ribassiste, esaspera i problemi di liquidità e scarsità di credito. Rappresenta perciò un potenziale pericolo, soprattutto se effettuato da grandi investitori, quali i fondi speculativi o “hedge funds”.

Nel contesto odierno, misure restrittive in materia di vendite allo scoperto vengono adottate 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.

2. Profili definatori della fattispecie dello short selling tra evoluzione terminologica e provocazione lessicale.

2009, Cedam, Padova; R. Masera, (a cura di), *The Great Financial Crisis*, 2009, Roma; M. Rispoli e G. Rotondo, (a cura di), *La crisi dei mercati finanziari*, Milano, 2009; A. Nigro, *Crisi finanziaria, banche, derivati*, in *Dir. banca e merc. fin.*, 2009, 1, p. 13 ss.; S. Seminara, *Crisi finanziaria e disorientamenti etici e giuridici*, in *Dir. pen. e proc.*, 2009, 3, p. 269 ss.

² Sulle criticità del sistema europeo di vigilanza, in particolare, si rimanda ai contributi di M. Onado, *La supervisione finanziaria europea dopo il Rapporto de Larosière: siamo sulla strada giusta*, in *Bancaria*, 10/2009, p. 8 ss.; Id., *Crisi finanziarie e vigilanza*, in *La crisi dei mercati finanziari*, cit., p. 137 ss.; F. Saccomanni, *Audizione alla Commissione VI della Camera dei Deputati (Finanze) nell’ambito dell’esame della Comunicazione della Commissione Europea sulla vigilanza finanziaria europea*, Roma, 15 settembre 2009, in particolare p. 6 e p. 16; B. Bortolotti e H.S. Shin, *Da Mary Poppins a Northern Rock*, in *Mercato, concorrenza, regole*, 2009, 1, p. 79 ss.; A.G. Haldane, *Rethinking the Financial Network*, Speech delivered at the Financial Student Association, Amsterdam, aprile 2009; L. Papademos, *Strengthening macro-prudential supervision in Europe*, Speech at the conference on “After The Storm: The Future Face of Europe’s Financial System”, organizzato da Bruegel, National Bank of Belgium and the International Monetary Fund Brussels, 24 marzo 2009; G.D. Mosco e S. Lopreiato, *Lo scudo e la lancia nella guerra dei “subprimes”: ipertrofia e perforabilità del sistema dei controlli*, in *AGE*, 2009, 1, p. 89 ss.; M. Draghi, *Un sistema con più regole, più capitale, meno debito, più trasparenza*, in *Bancaria*, 11/2008, p. 3 ss.

³ Sul punto cfr. C. Scardovi, *Asimmetrie informative, fallimento del mercato e bad bank: esperienze internazionali e proposte per l’Italia*, in *Bancaria*, 11/2009, p. 70 ss.; P. Mottura, *Per una ri-regolamentazione efficace*, in *Bancaria*, 4/2010, p. 4 ss.

La pratica dello short selling esiste probabilmente da più di 400 anni (con casi documentati in Olanda nel 1600). La sua invenzione viene fatta risalire all'olandese Isaac Le Maire il quale nel 1602 investì 82.000 fiorini nella Compagnia Olandese delle Indie Orientali⁴. 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".

Per cogliere appieno la dimensione variegata sottostante al concetto di short selling è, tuttavia, necessario partire da una ricostruzione terminologica delle varie definizioni esistenti. L'entusiasmo che si è accompagnato negli ambienti di borsa all'ingresso dell'espressione "short selling" ha fatto sì che oggi essa venga usata in modo quasi irriflesso, naturale, senza una precisa individuazione del suo significato e senza un puntuale riconoscimento del suo ruolo nel complesso e mutevole orizzonte dei mercati finanziari. Lo short selling è, in realtà, una categoria proteiforme anche nella pur imprecisa galassia delle definizioni ad effetto. Anzi, proprio perché il suo impiego è così variegato, e i soggetti che vi sono interessati sono numerosi e svolgono funzioni tra loro differenti (si pensi al legislatore comunitario, ai legislatori nazionali, agli organi di controllo, agli operatori di borsa, alle società di gestione dei mercati, agli stessi investitori) occorre di volta in volta delimitare con cura la sua estensione semantica.

Dal punto di vista lessicale la locuzione ufficiale di vendita allo scoperto si configura come un sintagma descrittivo ben cristallizzato in una tradizione linguistico-finanziaria oramai consolidata⁵. Il Barron's definisce una short position utilizzando la seguente formula: «dealer's net deficit of commodities, securities, financial instruments, and so on. A short position occurs when a dealer over-sells, anticipating falling prices with the expectation of buying back the assets sold at a lower price»⁶. Entra maggiormente nel dettaglio dei meccanismi dell'operazione, la definizione per short sale fornita da T.P. Fitch : «Sale of a security not owned in anticipation of making a profit by purchasing the security later at a lower price, and delivering the security in completing of the short sale».

⁴ Così M. Liera, Dite la vostra su chi specula in Borsa, in *Il Sole 24 ore*, 5 luglio 2009. La storia economica ciclicamente è piena di bolle finanziarie. Un esempio incredibile e pur significativo è riscontrabile nella non molto nota "Bolla dei Tulipani". Nel libro di M. Dash, *La Febbre dei Tulipani*, Milano, 1999, è narrata la storia della prima bolla economica finanziaria documentata che attraversò l'Olanda del 1600 ed ebbe origine dal bulbo di un fiore che raggiunse quotazioni straordinarie per quell'epoca. Il possesso e la stessa coltivazione di questo fiore diventarono un'ossessione di massa a tal punto che il tulipano simbolo di tale follia, il "Semper Augustus", venne valutato almeno 20 volte la paga mensile di un falegname! Nacquero successivamente vere e proprie borse valori dove la popolazione speculava sul mercato dei tulipani, un mercato in piena regola con tanto di contratti future sui bulbi che sarebbero stati impiantati. Nel febbraio del 1637 dopo lunghi anni di prosperità e benessere economico fondato su un semplice fiore, avvenne il crollo repentino seguito alla consapevolezza ritrovata che i prezzi non avrebbero più potuto mantenere una tendenza al rialzo. Questa opinione si diffuse contagiosamente tra la popolazione provocando il panico.

⁵ Così D. Maldussi, *Terminologia sistematizzata e terminologia spontanea in ambito finanziario: un rapporto conflittuale*, Atti Convegno Assiterm 2009, 8, http://publiforum.farum.it/ezone_articles.php?id=173.

⁶ Così T.P. Fitch, *Dictionary of Banking Terms (Barron's Business Guides)*, Barron's Educational Series, New York, 1993, p. 365 s.

Di solito il termine short è associato ad altro vocabolo, per divenirne poi connotato qualificante. Sicché il neologismo shortare si alterna ad un'altra espressione, anch'essa per iniziati, che si presenta come un calco-traduzione: ad andare corti si oppone andare lunghi. Per semplificare al meglio, esistono posizioni corte, ovvero ribassiste, che si oppongono a posizioni lunghe, ovvero rialziste⁷.

In analogia prospettiva si collocano le fonti di autoregolamentazione. La “vendita allo scoperto”, secondo la definizione di Borsa italiana, indica infatti «un'operazione finanziaria che consiste nella vendita di strumenti finanziari non posseduti con successivo riacquisto».

Più complessa è, invece, la definizione fornita dalla Consob che si ricava per esclusione. Sicché, nella normativa secondaria, per “vendita allo scoperto” si deve intendere una vendita non supportata dal “diritto a ricevere”, entro la data di regolamento della vendita medesima, i titoli oggetto della stessa⁸.

A titolo esemplificativo (la lista che segue non è infatti necessariamente esaustiva), la Commissione precisa che il “diritto a ricevere” i titoli si può acquisire con una delle seguenti modalità:

- 1) previa ricezione della conferma dell'esecuzione di un ordine di acquisto, anche se eseguito fuori mercato;
- 2) tramite esercizio della facoltà di recall (nei confronti del prenditore) di titoli precedentemente dati a prestito, purché il richiamo (nei confronti del prenditore) sia effettuato nella medesima giornata di negoziazione;
- 3) previo esercizio di stock options;
- 4) previo esercizio della facoltà di conversione di obbligazioni convertibili in azioni;
- 5) previa richiesta di consegna delle azioni sottostanti, da parte del possessore di American Depositary Receipt o di analoghi certificati rappresentativi di azioni.

Per contro, si esclude che il “diritto a ricevere” i titoli si possa acquisire previa stipula di un contratto di prestito titoli, ovvero previo esercizio del diritto di opzione.

⁷ La definizione di short tratta dal New Webster's Dictionary of the English language, Deluxe Encyclopedic Edition, New York, Delair Publishing Company, 1984, e riferita all'ambito finanziario, recita: «not being in possession of commodities one is selling; relating to commodities or stocks not possessed when sold» (p. 893). La condizione contraria è long che sta per «well supplied, as with some commodity or stock, hence, depending for profit on a rise in prices» (ibid., p. 562). Come riportato da D. Maldussi, op. cit., il verbo shortare (in francese shorter, di uso meno frequente rispetto all'italiano), è di conio recente, e nasce spontaneamente come calco sul verbo di tradizione angloamericana to short. Usato nella terminologia di borsa, equivale al termine istituzionale vendere allo scoperto, e alle varianti andare lunghi/corti, in francese être court/long, dall'inglese to go short/long.

⁸ Cfr. Consob, Risposte alle domande più frequenti in materia di vendite allo scoperto. Versione aggiornata al 29 maggio 2009 con riferimento alla delibera n. 16904 del 27 maggio 2009 (modifica dell'elenco dei titoli soggetti al regime transitorio), disponibile sul sito www.consob.it

Sempre al fine di non incorrere nella fattispecie di vendita allo scoperto, la Consob ribadisce, inoltre, la necessità che le suddette modalità attribuiscono il “diritto a ricevere” i titoli «entro la data di regolamento della vendita medesima».

Infine, non va confusa la vendita allo scoperto, intesa come servizio offerto dall’intermediario (servizio di short selling), con l’acquisto allo scoperto, che vede l’intermediario accordare al cliente la possibilità di effettuare operazioni di acquisto allo scoperto (cd. servizio scalper marginazione), vale a dire di effettuare operazioni di acquisto di strumenti finanziari per controvalori che superano le sue disponibilità liquide in deposito presso l’intermediario stesso.

A fronte delle “precisazioni” fornite dalla Consob, i confini dell’operazione di short selling restano ancora avvolti da un alone di incertezza. Sotto questo punto di vista, probabilmente fallisce l’obiettivo primario di descrivere il concetto in modo trasparente, finendo per indurre inferenze errate nell’applicazione della disciplina, e persino onerose, per i suoi destinatari. Pur tuttavia, val la pena di verificare, per i fini che qui interessano, l’accostamento con altre fattispecie negoziali, con l’intento dichiarato di individuare analogie, affinità e differenze che non appaiano artificiose.

3. Inquadramento tipologico e disciplina applicabile: l’operazione di “Prestito titoli”.

Strettamente connessa alla pratica dello short selling è la fattispecie, altrettanto peculiare, del “prestito titoli” (traduzione di bond lending, locuzione ben nota nelle piazze finanziarie anglosassoni), contratto a titolo oneroso, che permette di concludere vendite allo scoperto, prendendo i titoli in prestito per poi rivenderli, riacquistarne il tantundem iusdem generis quando il loro prezzo sia calato, riconsegnarlo e lucrare quindi la differenza⁹.

L’introduzione dell’operazione di “prestito titoli” nel mercato italiano è legata al passaggio dal sistema di “liquidazione a termine”¹⁰ a quello di “liquidazione a contanti” dei contratti di Borsa, che prevede l’obbligo di liquidare tutte le transazioni al momento del perfezionamento, presupponendo la disponibilità materiale dei titoli¹¹. Diversamente, il sistema “liquidazione a

⁹ Si veda sull’argomento C. Brescia Morra, Aspetti giuridici delle operazioni “pronti contro termine”, in Riv. dir. comm., 1990, p. 804 ss.

¹⁰ Vale a dire un’esecuzione di tutti i contratti conclusi nel mese borsistico, differita alla fine del mese solare in cui aveva luogo il giorno di liquidazioni di tutte le operazioni di compravendita effettuate in quel mese. Accadeva così che l’investitore ricevesse materialmente il controvalore monetario solo dopo lungo tempo.

¹¹ V. Consob, delibera n. 7524 del 1993. L’adozione di questa nuova procedura, necessaria per rendere più competitiva la Borsa italiana rispetto alle altre piazze estere, inizialmente ha creato non poche difficoltà agli operatori ed alle autorità di Borsa, le quali hanno dovuto adattarvi contratti ed istituti preesistenti e trovare il modo di garantire la prosecuzione, in tale nuovo contesto, di alcune classiche operazioni borsistiche, tra cui la vendita allo scoperto. Sulla prima operazione di prestito titoli distinta dal riporto e interamente regolata dal diritto italiano si rinvia a D. Loiacono, A. Calvi e A. Bertani, Il trasferimento in funzione di garanzia tra pegno irregolare, riporto e diritto di utilizzazione, in Banca, borsa tit. cred., 2005, supp. n. 6, p. 28.

termine” prevedeva che nel momento stesso in cui si impartiva l’ordine di concludere il contratto, si doveva dimostrare di avere già la disponibilità dei titoli che si volevano vendere o della somma necessaria ad acquistarli. L’unica eccezione prevista consisteva nel poter dare l’ordine di vendere titoli dei quali si era al momento sprovvisti, purché si impartisse contestualmente l’ordine di acquisirne la disponibilità a qualunque prezzo e si provvedesse al deposito di una somma idonea a garantire la copertura dell’operazione¹².

Il prestito titoli è un contratto atipico in quanto non esplicitamente disciplinato dal codice civile. Si perfeziona con la consegna dei titoli al prestatario che, ai sensi dell’art. 1814 cod. civ., ne diviene proprietario. I proventi dei titoli dati in prestito nonché gli altri diritti accessori e gli obblighi ad essi inerenti spettano al prestatore; mentre l’esercizio dei diritti (compreso il diritto di voto, salvo patto contrario) è riconosciuto al prestatario, avendo costui la disponibilità dei titoli.

Il prestatore riceve alla data di estinzione del prestito un compenso sotto forma di interessi calcolati su base giornaliera e per l’effettiva durata dell’operazione.

D’altro canto, il mercato del prestito titoli non è un segmento del mercato di Borsa, ma si configura come una attività connessa a quella di negoziazione. La Consob ha, infatti, disciplinato il prestito titoli inquadrando la fattispecie all’interno della categoria “servizi accessori” di cui all’art. 1, comma 6, lett. c), T.U.F. L’utilizzo di un simile strumento consente sia di agevolare le esigenze di finanziamento del mercato di Borsa, sia, attraverso la mobilitazione dei titoli, di reperire questi ultimi allorché dovessero mancare al momento del regolamento delle operazioni. Per giunta, la Commissione aveva previsto all’art. 47, comma 2, reg. n. 11522/98 (poi sostituito dal regolamento n. 16190 del 2007) la possibilità per gli intermediari finanziari di effettuare operazioni di prestito titoli finalizzate «all’acquisizione da parte dell’investitore a titolo di provvista di somme di denaro o di strumenti finanziari contro pagamento di un interesse: a) il cui ricavato sia destinato all’esecuzione di operazioni relative a strumenti finanziari nelle quali interviene l’intermediario finanziario; b) in cui l’intermediario acquisisca dall’investitore, a fronte del finanziamento concesso, adeguate garanzie; di regola, gli strumenti finanziari costituiti in garanzia sono gli stessi oggetto dell’operazioni di cui alla lettera a). Il valore degli strumenti finanziari acquisiti in garanzia deve risultare congruo rispetto all’importo del finanziamento concesso».

¹² Cfr. D. Preite, *Profili giuridici dell’introduzione in Italia di operazioni di prestito titoli*, in *L’integrazione fra imprese nell’attività internazionale*, Torino, 1995, p. 2 ss. Va anche ricordato che l’operazione di prestito titoli è definita, dalla direttiva Cee in materia di adeguatezza patrimoniale delle imprese di investimento e degli enti creditizi, come «la transazione con la quale un ente o la sua controparte trasferisce titoli contro adeguata garanzia con l’impegno per chi riceve il prestito di restituire titoli equivalenti a una data da stabilirsi o quando richiesto dal concedente il prestito».

Nella Comunicazione n. DEM/7091047 dell'11 ottobre 2007 la Consob ha quindi definito la fattispecie de quo come quel contratto con il quale un soggetto «trasferisce la proprietà di un certo quantitativo di titoli di una data specie ad un altro soggetto, il quale, ad una data stabilita, è tenuto a restituire il tantundem eiusdem generis, oltre al pagamento di un corrispettivo quale remunerazione per l'utilità conseguita». In sostanza, la normativa secondaria ha riflesso la realtà operativa riprendendo e tipizzando le clausole contrattuali e le prassi negoziali più diffuse¹³. Disciplina regolamentare che però si presenta tuttora integrata, seppure negli esigui anfratti lasciati dalla disciplina scritta, da parte delle consuetudini, che vengono per ciò a costituire il sostrato applicativo minimo e indefettibile, della fonte "primaria".

Nella pratica finanziaria e bancaria, infatti, il contratto in esame prevede che una parte (c.d. "prestatore o lender") trasferisca una certa quantità di titoli ("titoli prestati o securities") all'altra parte (c.d. "prenditore o prestatario o borrower"), e che quest'ultima si impegni a restituire alla prima, ad una determinata scadenza, titoli della medesima specie e quantità ("equivalente o equivalent securities")¹⁴.

Al fine di garantire l'obbligo di restituzione delle equivalent securities, colui che riceve "in prestito" i titoli, trasferisce del denaro o altri titoli (controvalore o "collateral") al prestatore, il quale, a sua volta, si impegna a restituire al prenditore, non appena abbia ricevuto le equivalent securities, denaro o titoli della stessa specie e quantità rispetto a quelli oggetto del collateral¹⁵.

Il trasferimento del collateral adempie una funzione di garanzia attraverso l'immediata messa a disposizione del prestatore di un quantitativo di titoli o di una somma di denaro corrispondente, in valore, all'esposizione nascente dal prestito delle securities. Tuttavia, ciò non deve far pensare che la presenza di tale collateral determini una figura negoziale a parte rispetto al prestito titoli: il trasferimento di esso, infatti, non si giustifica solo in relazione all'interesse che il prestatore sia protetto dal rischio di inadempimento del prenditore, ma si spiega in relazione ad un interesse più ampio, comprensivo del primo, che è l'interesse del prestatore a rimuovere in radice la possibilità stessa che il rischio di inadempimento del prenditore si materializzi¹⁶.

¹³ In tal senso v. F. Vella, *Il Prestito Titoli tra mercato finanziario e governance societaria*, in *Dir. banc merc. finanz.*, 2009, 2, 1, p. 164.

¹⁴ Per un'accurata descrizione dell'operazione v. C. Cincotti, *Prestito titoli*, in *Il Diritto*, Enciclopedia Giuridica, XI, Milano, 2007, p. 401 ss.

¹⁵ Sul tema cfr. G. Sacchi Lodispoto, *Problematiche del prestito titoli*, in *Diritto e Impresa*, 1997, p. 255 s.; G. Ferrarini, *Prestito titoli e derivati azionari nel governo societario*, in P. Balzarini, G. Carcano e M. Ventoruzzo (a cura di), *La società per azioni oggi. Tradizione, attualità e prospettive. Atti del Convegno internazionale di studi*, Venezia, 10-11 novembre 2006, Milano, 2007, p. 630 ss.

¹⁶ Si ricorda, inoltre, che i titoli oggetto del collateral non devono essere obbligatoriamente del prestatario, ma possono appartenere anche ad un terzo; sul punto, per maggiori dettagli, si veda C. Vivante, *I prestiti bancari (i pseudo comodati)*, in *Riv. dir. comm.*, 1923, I, p. 89 ed Appello Roma, 21 giugno 1923, in *Foro it.*, 1923, p. 946.

In caso di inadempimento il controvalore verrà usato per riacquistare titoli nella stessa quantità e della stessa specie di quelli prestati, oppure verrà semplicemente incamerato dal prestatore fino a compensazione con il valore del credito rimasto insoddisfatto.

Il collateral di regola resta su di un conto corrente vincolato se in denaro, altrimenti su di un conto deposito titoli, cosicché il prestatario non potrà ritirare il controvalore prima di aver adempiuto a tutti i suoi obblighi contrattuali¹⁷.

3.1. Definizione, effetti e funzione delle clausole di marking to market e di close-out netting.

Un corretto inquadramento tipologico dell'operazione di short selling impone di richiamare, quali elementi essenziali, due importanti meccanismi:

- 1) l'adattamento automatico della garanzia (c.d. marking to market);
- 2) e il close-out netting.

Occorre infatti premettere che le esposizioni dovute a operazioni di vendita allo scoperto e di assunzione di titoli in prestito, secondo le prassi internazionali di borsa devono soddisfare le seguenti condizioni: le esposizioni sono valutate quotidianamente rispetto ai prezzi di mercato; la garanzia è adattata per tenere conto di variazioni sostanziali del valore dei titoli oggetto del contratto o della transazione in questione; il contratto o la transazione prevede la compensazione automatica e immediata dei crediti dell'operatore con i crediti della controparte in caso di inadempienza di quest'ultima; il contratto o la transazione in questione sono conclusi a livello di operatori del settore.

La costante aderenza del valore del collateral al valore dei titoli prestati (securities) si garantisce attraverso un particolare meccanismo, comunemente definito "marking-market"¹⁸, in base al quale la proporzione originaria fra il valore dei titoli costituenti il collateral ed il valore delle securities deve essere mantenuta costante per l'intera durata del prestito, e ciò attraverso

¹⁷ In tal senso v. G. Sacchi Lodispoto, op. cit., p. 271.

¹⁸ Nel gergo dei mercati di borsa si indica con tale espressione il procedimento di rivalutazione giornaliera di un portafoglio di beni di investimento sulla base dei prezzi espressi dal mercato, che differisce da quello in cui il valore del portafoglio è calcolato sulla base dei costi storici di acquisizione dei beni stessi. Fino al momento in cui i beni non saranno fisicamente rimossi dal portafoglio, ogni giorno verrà calcolato un profitto o una perdita puramente contabile, appurata solo al momento della chiusura della posizione. Un esempio è dato dai conti in titoli, che operano con il sistema del margine, dove tutti i giorni, sulla base delle quotazioni di mercato, l'intermediario valuta il profitto o la perdita di una posizione e se necessario a richiedere all'investitore nuovi fondi a garanzia della posizione.

La "marginazione" rappresenta, dunque, una modalità di trading che permette di assumere posizioni rialziste (long) o ribassiste (short) impegnando soltanto una parte del capitale necessario per regolare le operazioni sottostanti. Questa parte è denominata, appunto, "margine", mentre quella residua ("differenziale") è corrisposta dall'intermediario tramite operazioni di prestito titoli.

continue integrazioni o riduzioni del collateral che tengano conto delle oscillazioni registrate rispetto al valore dei titoli prestati e dei titoli oggetto del collateral¹⁹.

Giova precisare, oltre a ciò, che sia i titoli prestati sia il collateral sono trasferiti, rispettivamente, al prenditore ed al prestatore nella piena proprietà.

Al fine di completare l'esecuzione della transazione occorre che siano seguite efficienti tecniche di regolamento, in modo che le due parti (o legs) della operazione, relative rispettivamente al denaro e ai titoli trasferiti, siano eseguite contemporaneamente. Qualora una sola "leg" della transazione venga eseguita e non l'altra (ad esempio, laddove venga trasferito il denaro ma non i titoli), la parte si assume il rischio senza alcuna garanzia per l'esposizione. Tale rischio viene evitato mediante l'utilizzo di sistemi di regolamento sulla base di procedure delivery versus payment (DVP).

Il prestito titoli, quindi, è un contratto reale costituendosi con la consegna dei titoli medesimi. Tale consegna, come già da tempo riconosciuto dalla dottrina e dalla giurisprudenza, potrà poi effettuarsi anche secondo forme di traditio simbolica, idonee a raggiungere comunque lo scopo per il quale la legge richiede la consegna medesima.

Al sistema della consegna materiale dei titoli, cioè, possono sostituirsi altri, purché in grado di attuare il trasferimento della disponibilità degli strumenti finanziari, che è il fine.

In questo contesto si inseriscono le clausole di close out-netting che permettono al contraente in bonis di contenere il rischio di default della controparte nei limiti della c.d. "esposizione netta". È d'uopo precisare che negli ultimi venti anni si è assistito ad una vertiginosa espansione delle negoziazioni di strumenti finanziari derivati al di fuori dei mercati regolamentati (c.d. Over The Counter derivatives) ed al correlato uso del collateral (principalmente pegni irregolari o rotativi di denaro o titoli, trasferimenti in garanzia, ed altro ancora) e delle clausole di netting nelle loro varie configurazioni (payments netting, netting by novation, close-out netting), al fine di contenere il rischio di credito di controparte, nonché quelli di consegna, di sostituzione e di liquidità, e, su più ampia scala, ridurre il rischio sistemico nei mercati monetari e finanziari e nei sistemi di pagamento e regolamento titoli.

All'origine delle convenzioni di close-out netting vi è l'intuizione che la compensazione possa operare come tecnica di riduzione del rischio di credito: ovvero come tecnica di contenimento delle conseguenze pregiudizievoli legate al mancato buon fine della operazione. Gli accordi in esame sono volti a consentire che, al verificarsi di certi eventi (contrattualmente predefiniti) le transazioni poste in essere dalle parti in base al Master Agreement e ancora pendenti possano

¹⁹ Le parti possono tutelarsi prevedendo poi fin dall'inizio dell'operazione che la garanzia sia maggiore dell'esposizione, calcolando un valore della garanzia minore di una certa percentuale rispetto a quello effettivo (c.d. haircut).

formare oggetto di una vicenda di carattere compensativo: così permettendo di considerare esistente solo l'esposizione netta (ossia il saldo risultante dalla compensazione delle posizioni reciproche).

Tali clausole, escogitate dalla autonomia privata, hanno ricevuto un principio di disciplina nell'ambito della normativa dedicata alle c.d. "garanzie finanziarie" di cui al D.Lgs. 21 maggio 2004, n. 170 (in particolare artt. 1, lett. f) e 7) di recepimento della c.d. "Collateral directive" (Direttiva 6 giugno 2002, n. 47)²⁰.

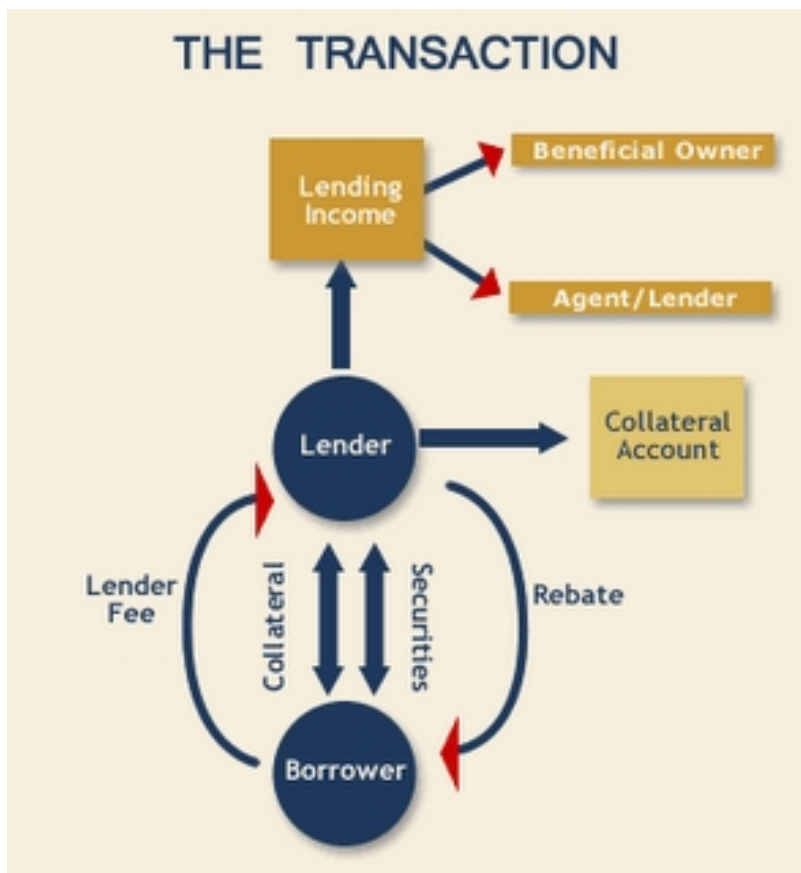
La finalità ad esse sottesa è rinvenibile nel contenimento delle conseguenze pregiudizievoli legate al mancato buon fine della operazione finanziaria. Il modo di operare degli accordi di close out ruota intorno a tre momenti fondamentali:

- a) al verificarsi di un evento determinante l'esigibilità delle obbligazioni scaturenti da contratti restitutori oppure l'interruzione anticipata degli eventuali contratti derivati e quindi la necessità di una loro liquidazione;
- b) la trasformazione delle posizioni in partite fra loro omogenee e dunque compensabili sulla base di criteri di conversione a valori correnti previamente fissati;
- c) il calcolo della esposizione lorda di ciascuna delle parti, l'elisione dell'una con l'altra fino alla concorrenza e correlativa determinazione della esposizione netta gravante sul contraente il cui debito risulti più elevato.

Uno dei momenti più delicati riguardanti l'operatività di detta clausola, attiene alla c.d. "fase della conversione". È evidente che il tradurre posizioni tra loro differenziate in valori omogenei presenta una intrinseca pericolosità dovuta sia alla possibilità di errori di conteggio che al rischio di gravi abusi²¹.

²⁰ Sui profili di maggiore interesse legati all'applicabilità del "close-out netting" nell'ordinamento italiano, cfr. F. Annunziata, *Verso una disciplina comune delle garanzie finanziarie. Dalla Convenzione dell'Aja alla Collateral Directive (Direttiva 2002/47/CE)*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2003, p. 177 ss. Sulle novità in tema di definitività degli ordini immessi in un sistema di pagamento o regolamento titoli, per effetto delle modifiche recate al T.U.F. e al D.Lgs. n. 210 del 12 aprile 2004 a seguito del recepimento del regime comunitario, cfr. A. Rozzi e F. Bruno, *La collateralizzazione degli strumenti finanziari derivati OTC ("over the counter") alla luce del Dlgs. 170/2004: cenni storici e problemi irrisolti*, in *Le Società*, 2007, n. 11, p. 1235 s. Sul riconoscimento della compensazione contrattuale da parte delle autorità competenti in attuazione della Direttiva n. 96/10/CE, cfr. A. Perrone, *Gli accordi di close-out netting*, in *Banca e borsa*, 1998, I, p. 52; *Id.*, *La riduzione del rischio di credito negli strumenti finanziari derivati*, Milano, 1999, p. 85 s.; Tra gli scritti pionieristici si veda, altresì, P. De Biasi, *Il netting nei contratti derivati*, in *Riv. banca merc. fin.*, 1999, I, 232 s. e M. Lembo, *Gli accordi di close-out netting*, in *Dir. fall.* 2001, 1322 s.

²¹ Cfr. F. Recine, *Verso un sistema finanziario e bancario europeo? Politiche legislative e contrattazione standardizzata nel settore finanziario*, in *Quaderni di ricerche dell'Ente per gli Studi Monetari, Bancari e Finanziari Luigi Einaudi*, n. 55, 2004, p. 18 ss.; U. Minecci, *La stabilità degli effetti indotti dalle clausole di close-out netting*, in *Il caso.it*, 18 febbraio 2009, p. 2, il quale sottolinea come "Al di là dello scopo pratico di evitare una molteplicità dei pagamenti, la dottrina più avvertita non manca di sottolineare che il congegno compensativo viene ad assolvere una funzione lato sensu di garanzia, consentendo al creditore di evitare il rischio di adempiere, o dover adempiere, senza ricevere l'adempimento".



4. Lo short selling e le sue “technicalità”.

La ricostruzione del fenomeno sin qui operata, attraverso l'estensione delle caratteristiche del “prestito titolo” alla fattispecie delle “vendite allo scoperto”, non pare del tutto esaustiva. Il rischio legato alla pratica dello short selling è reso opaco dalla apparente schematicità della sua struttura e dal fatto che normalmente non vi è un mercato che possa tradurre questo rischio in un costo (rectius, prezzo) agevolmente e chiaramente misurabile da parte dei regulators. La questione affonda le sue radici, in parte nella carente evoluzione delle disposizioni di carattere legislativo che presiedono alla disciplina delle singole fattispecie di contratti di borsa, in parte nel rinnovato contesto dei mercati finanziari odierni.

Al fine di cogliere nella sua pienezza la dimensione concettuale dell'espressione finanziaria shortare e dello short selling è necessario analizzare più in profondità il funzionamento di questa tipica ed esclusiva transazione finanziaria.

Lo short selling è composto da una operazione di Vendita dei titoli ed una o più operazioni successive di acquisto. L'operazione deve, infatti, essere tecnicamente scomposta in due distinti momenti.

Nella prima fase, definita di “Vendita dei titoli sul mercato”, il controvalore dell'operazione viene trattenuto dal sistema, assieme ad un certo ammontare prelevato dal conto corrente, detto “Margine a Garanzia”. Il broker, infatti, 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 sulla possibilità che il venditore riesca a ricoprirsì riacquistando gli strumenti finanziari venduti anche se i prezzi di questi ultimi nel frattempo fossero aumentati in misura considerevole.

Un'eventuale reazione rialzista in grado di mettere a repentaglio i profitti dell'operazione comporta le cosiddette ricoperture di scoperto (dette anche short squeeze)²², vale a dire la chiusura repentina delle operazioni allo scoperto da parte di chi ha venduto i titoli senza possederli. Le ricoperture di scoperto, a loro volta, danno origine ad ulteriori rialzi dei corsi ascrivibili pertanto a fattori puramente tecnici e non a motivi fondamentali legati al titolo in questione²³.

Nella seconda fase, cosiddetta di “Riacquisto dei titoli sul mercato”, utilizzando il controvalore della vendita ed il Margine di Garanzia, i titoli venduti allo scoperto vengono riacquistati sul

²² Un inatteso rialzo delle quotazioni di un titolo può causare una repentina chiusura delle posizioni scoperte, dando origine a ulteriori incrementi di prezzo.

²³ Il rapporto di scoperto contiene il rapporto fra i titoli che sono stati venduti allo scoperto e il totale delle operazioni eseguite e funziona da indicatore delle aspettative degli operatori nel breve periodo ovvero fornisce informazioni sulla direzionalità (rialzista o ribassista) del mercato.

mercato. Il broker ovviamente provvede a svincolare il Margine e, di conseguenza, la posizione viene chiusa.

La differenza tra quanto incassato dalla vendita e quanto speso per il riacquisto costituisce l'utile (o la perdita) dell'operazione di short selling²⁴.

È inoltre 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 artt. 1813 ss. cod. civ. 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 del prestatario (v. infra § 2). Al prestatore restano il diritto all'assegnazione di azioni nel caso di aumento gratuito del capitale e di opzione in caso di aumento a pagamento²⁵.

Le vendite allo scoperto sono, inoltre, di due tipi, covered e naked ("nude"), a seconda che siano o meno assistite, al momento dell'ordine, dal prestito dei titoli. Nel secondo caso, pertanto, si è in presenza di vendite effettuate su titoli di cui non si è proprietari e su cui non sono previste contestuali operazioni di prestito titoli o pronti contro termine, che consentano al venditore di disporre del titolo (anche in via solo temporanea) alla data di valuta del contratto di vendita.

La copertura, quindi, dovrà essere effettuata per il tramite del prestito titoli oppure con un acquisto, fuori mercato o sul mercato, degli strumenti finanziari da consegnare al compratore.

Senza tralasciare di considerare che con le operazioni di short allo scoperto possono essere messe in vendita quantità di azioni che superano la totalità di quelle esistenti.

È anche per quest'ultima ragione che le vendite allo scoperto naked recano con sé un elevato rischio di mancata consegna dei titoli il giorno di regolamento contrattualmente previsto. Rischio che si tramuta in certezza nell'ipotesi in cui i titoli siano acquistati sul mercato nei giorni successivi a quello in cui l'ordine di vendita è stato eseguito.

4.1. (Segue): La scomposizione dimensionale del fenomeno dello short selling.

²⁴ Per quanto riguarda il profitto potenziale, va precisato che in caso di vendita allo scoperto, esso risulta ridotto rispetto ad una normale operazione di acquisto con successiva vendita. Se infatti non vi è un limite superiore all'apprezzamento del valore di uno strumento finanziario, esiste per contro un limite inferiore (pari a zero). Parallelamente, in virtù di questa considerazione, per il venditore scoperto la perdita potenziale è illimitata.

²⁵ Inoltre, se durante la durata del prestito la società emittente distribuisce dividendi o altri utili soggetti a ritenuta, il broker potrebbe addebitare al prestatario una commissione straordinaria pari allo stesso importo del dividendo o dell'utile distribuito.

La schematica descrizione dell'operazione sopra proposta mostra immediatamente come lo short selling sia un'operazione, seppur concettualmente semplice, non priva di complessità e anche di rischi potenziali. Del resto, il concetto di vendita allo scoperto è caratterizzato da un'intrinseca pluridimensionalità del fenomeno, sicché esso deve essere scomposto in una duplice prospettiva.

Una prima dimensione, che si potrebbe definire "etica", pur privilegiando il "lato oscuro" dello short selling, lo erige a strumento speculativo per eccellenza (proprio per il fatto di andare contro il comune sentire in base al quale si può vendere solo ciò che effettivamente si possiede e non viceversa). Le vendite allo scoperto non assistite dal prestito titoli amplificano i rischi di integrità del mercato poiché, con l'intensificarsi del ricorso a tale tipologia di operazione, aumenta la difficoltà di procurarsi in tempo utile i titoli venduti allo scoperto e con essa anche la probabilità di mancata consegna dei titoli alla data di regolamento contrattualmente prevista (c.d. "fail") nel processo di liquidazione. La presenza di un consistente "rischio di regolamento" può, dunque, alterare il corretto funzionamento dei mercati, incrementando i costi di transazione e riducendo i livelli di scambio. È pur vero, tuttavia, che l'entità del rischio di regolamento dipende principalmente dalle procedure di regolamento vigenti.

Rigorosamente connesso alla pratica dello short selling è il "rischio di abuso di mercato". Come già ricordato, infatti, 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. Il rischio di abuso di mercato non è tuttavia connaturato alla pratica dello short selling. Piuttosto, l'utilizzo della tecnica delle vendite allo scoperto allo scopo di perpetrare abusi di mercato rappresenta una patologia del fenomeno e, quindi, come tale va affrontata anche dal punto di vista della regolamentazione.

Una seconda dimensione, di carattere "operativo", permette di classificare lo short selling come strumento fondamentale nella gestione di portafogli d'investimento che, a seconda delle esigenze, si configura:

- a) come una tipica operazione di copertura dai rischi o hedging (allorquando una posizione corta si affianca ad una posizione lunga per via del fatto che le due posizioni generano risultati opposti);
- b) come un'operazione di mero arbitraggio (da attuarsi tramite acquisti e vendite contestuali di un medesimo titolo, per sfruttare eventuali disallineamenti di prezzo – mismatches – che possono verificarsi su piazze finanziarie diverse).

Sebbene la pratica dello short selling 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, dagli studi condotti emerge che l'attività di vendita allo scoperto apporti sostanziali benefici, migliorando l'efficienza informativa dei prezzi ed incrementando il livello di liquidità del mercato²⁶.

Del resto, se è pur vero che il ricorso massivo a vendite allo scoperto nei confronti di un titolo può contribuire ad accelerarne il crollo, è altrettanto vero che questa tipologia di negoziazioni costituisca una via più veloce in grado di incorporare nei prezzi i flussi di bad news che confluiscono sul mercato.

Mutatis mutandis, è altrettanto realistico considerare le pratiche di short selling come un possibile antidoto ai fenomeni di overvaluation e, conseguentemente, di bolle speculative nei prezzi. A questo ordine di idee si iscrivono, peraltro, non solo la maggioranza degli studiosi e dei practitioners coinvolti sul tema, ma anche quelle stesse Autorità di vigilanza che hanno minimizzato gli interventi di short sales banning accentuando il profilo di coerenza della propria policy²⁷.

5. Le opzioni regolamentari in tema di “vendite allo scoperto”.

In generale, per arginare il fenomeno delle vendite allo scoperto, le Autorità di regolamentazione possono imporre un breve periodo per la liquidazione delle operazioni, o possono sospendere l'attività allo scoperto.

Una misura più radicale è, invece, costituita dall'obbligo per colui che emette l'ordine di vendita di avere proprietà e disponibilità dei titoli dal giorno stesso dell'ordine fino al regolamento dell'operazione, escludendo il prestito temporaneo degli strumenti finanziari.

Le principali ipotesi regolamentari volte a disciplinare le operazioni di short selling possono essere tipizzate in almeno cinque fattispecie:

²⁶Al riguardo si veda, ex plurimis, Y. Amihud, Illiquidity and Stock Returns: Cross-Section and Time-Series Effects, in *Journal of Financial Markets*, 17, 2002, p. 31 ss.; 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*, 66, 2008, p. 207 ss.; E. Miller, Risk, Uncertainty and Divergence of Opinion, in *Journal of Finance*, 32, 1997, p. 1151 ss.; R. Morek, 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*, 58, 2000, p. 215 ss.; 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.

²⁷Le nuove strategie di bilancio e le stringenti politiche di liquidità attuate dalle banche hanno indotto ad un sempre maggiore ricorso ai mercati collateralizzati nella forma di tradizionali operazioni di pronti contro termine, di prestito titoli e di schemi di garanzia con o senza controparte centrale.

- 1) il divieto “totale” e temporalmente illimitato di qualsiasi operazione di short selling (naked e non);
- 2) il divieto “parziale” di qualsiasi operazione di short selling, in quanto di natura temporanea e/o limitato solo ad alcuni titoli;
- 3) il divieto, temporaneo o non, delle sole operazioni di naked short selling;
- 4) l'irrigidimento della normativa sul prestito dei titoli e/o sulla disclosure dei volumi negoziati;
- 5) la regola dello “scatto all'insù” o tick rule.

La differenza tra le prime tre soluzioni regolamentari si rinviene prevalentemente nell'ambito oggettivo del divieto. La quarta si differenzia dalle altre per le modalità di disciplina del fenomeno; mentre la quinta si connota per le circostanze che fanno sorgere il divieto²⁸.

Le soluzioni di cui ai punti 1) e 2) impediscono tutte le operazioni di vendita allo scoperto (sia covered che naked), mentre la terza vieta solo le naked short sales. In particolare, la soluzione di cui al punto 2) stabilisce l'impossibilità di vendere allo scoperto in corrispondenza di situazioni di mercato eccezionali o in concomitanza, ad esempio, di operazioni di aumento di capitale.

Rispetto alla durata delle restrizioni, va segnalato che opzioni di divieto permanente possono risultare del tutto inefficaci, se si considera che i clienti istituzionali per la negoziazione si rivolgono a broker presso i quali non dispongono di titoli in custodia. Questa pratica rende impossibile per l'intermediario effettuare, in concreto, qualsiasi tipo di controllo sulla tipologia di vendita (coperta o scoperta), salvo affidarsi a dichiarazioni della clientela, anche esse non riscontrabili. Un simile impedimento rischia, pertanto, di rendere inefficace ogni divieto imposto. Oltre alle opzioni di trasparenza “in senso stretto” di cui al punto 4), bisogna segnalare l'esistenza di un'opzione di reporting all'autorità di vigilanza cui si ricollegano alcune opzioni miste di reporting e di trasparenza (nei confronti del mercato).

Nel dettaglio, va precisato che l'opzione di reporting consiste nella comunicazione delle posizioni corte nette individuali significative. Sicché, le opzioni miste di reporting e di trasparenza “in senso stretto” che si è soliti prendere in considerazione prevedono:

- 1) la comunicazione delle posizioni corte nette significative all'autorità di vigilanza e la successiva comunicazione (da parte dell'autorità) al mercato dei dati aggregati²⁹;

²⁸ Sul punto cfr. Consob, Position Paper in tema di short selling, pubblicato il 27 maggio 2009 e disponibile sul sito www.consob.it, nel quale sono state individuate le diverse opzioni regolamentari potenzialmente idonee a disciplinare il fenomeno delle vendite allo scoperto in via permanente.

²⁹ L'opzione di trasparenza avente ad oggetto le vendite allo scoperto aggregate prevede che vengano forniti al mercato dati sulle vendite allo scoperto aggregate per ogni titolo, attraverso l'implementazione di un regime di flagging. In questo caso, la comunicazione di dati aggregati non permetterebbe all'Autorità di vigilanza di disporre delle informazioni necessarie per individuare eventuali posizioni sospette in capo ad un singolo operatore. Inoltre, le informazioni che si ottengono attraverso l'adozione di un regime di flagging possono essere imprecise, a causa della complessità del sistema e della difficoltà di monitorare la correttezza dei dati forniti. Infine, le vendite allo scoperto possono essere realizzate anche per finalità di copertura o di arbitraggio e non sono quindi necessariamente indice di

- 2) il reporting all'autorità e la comunicazione al mercato delle posizioni corte nette significative, con previsione di soglie diverse (sistema a due livelli);
- 3) la trasparenza/reporting sull'attività di prestito titoli.

Le prime due sub-opzioni sono di tipo misto in senso proprio, in quanto prevedono obblighi di comunicazione diversi nei confronti dell'autorità di vigilanza e del mercato. In ambo i casi, però, la determinazione della soglia di "significatività" per le comunicazioni non appare problema di agevole soluzione.

Una soglia troppo bassa potrebbe non aver valore segnaletico, per motivi anche opposti: per un verso, un numero particolarmente elevato di comunicazioni potrebbe affluire al mercato; per un altro, tale soglia potrebbe rappresentare un vincolo implicito all'operatività degli investitori che, per evitare i costi di compliance, sarebbero indotti a limitare la loro operatività al di sotto del limite.

Del pari, anche l'ipotesi di una soglia troppo alta rischierebbe di vanificare lo scopo stesso della disclosure³⁰.

Inoltre, le comunicazioni dovrebbero avere per oggetto le posizioni corte nette individuali assunte anche per mezzo di prodotti derivati; mentre dovrebbero essere previste in modo permanente soglie ridotte per gli obblighi di trasparenza al mercato in caso di operazioni di aumento di capitale, come proposto anche dal CESR (Comitato dei regolatori europei della sicurezza).

La terza è in effetti un'opzione generica, in quanto include sia opzioni di trasparenza "in senso stretto" che opzioni di reporting rapportate all'operazione di prestito titoli³¹. D'altra parte, la disclosure delle operazioni di prestito titoli viene ritenuta una proxy dell'attività di vendita allo

una posizione ribassista sul titolo. La conoscenza delle sole vendite allo scoperto, non accompagnata da informazioni sulle posizioni lunghe che il soggetto ha sul titolo, non è idonea ad individuare efficacemente segnali di abuso di mercato.

³⁰ Come osserva R. Sabbatini, Nuove regole Sec sullo short selling, in *Il Sole 24 Ore*, 8 aprile 2010, "Se la disclosure fosse limitata alle autorità di vigilanza avrebbe l'effetto di scoraggiare pratiche scorrette ed anche forme di manipolazione. Se invece fosse allargata al mercato al punto da introdurre una forma di pubblicità sulle posizioni ribassiste, nei fatti - obiettano in molti - si tradurrebbe in un forte disincentivo perchè gli "speculatori", a quel punto, diverrebbero un facile bersaglio".

³¹ Il nuovo quadro di concorrenza fra sedi di negoziazione incide profondamente sul processo di formazione dei prezzi. In considerazione di tali effetti con la Mifid il legislatore comunitario ha cercato di definire un panorama armonizzato in tema di trasparenza, sancendo regole più stringenti per tutte le trading venues, salva la possibilità di prevedere deroghe per i sistemi alternativi. La disciplina contenuta nel D.Lgs. n. 164 del 2007 traspone nell'ordinamento nazionale le disposizioni della direttiva e le coordina con la disciplina in materia di mercati regolamentati (artt. 77-bis - 79-ter T.U.F.), devolvendo alla competenza regolamentare della Consob la definizione della normativa specifica. Sul nuovo regime di trasparenza pre e post trading si rinvia ai contributi di G. Gimigliano e C. Nappini, *Commento sub art. 13 del d.lgs. 164/2007*, in A. Irace e M. Rispoli Farina (a cura di), *L'attuazione della direttiva MIFID*, Torino, 2010, p. 389 ss.; M. Barni e A. Portalupi, *La trasparenza pre-trade*, in L. Zitiello (a cura di), *La nuova disciplina dei mercati, dei servizi e strumenti finanziari*, Torino, 2007, p. 341 ss., F. Denozza, *La trasparenza garantita nei mercati finanziari: "Prolegomeni" ad un'analisi costi/benefici*, in *Banca*, impr. soc., 2007, 2, p. 179 ss.

scoperto, sebbene il prestito titoli possa essere effettuato per motivi anche diversi dall'assunzione di posizioni ribassiste. In ogni caso non si evidenzerebbero le vendite *naked*³².

Un efficace regime di trasparenza può consentire di raccogliere i benefici della concorrenza fra sedi di negoziazione, limitando al contempo l'impatto negativo sull'efficienza del mercato. Per contro, la frammentazione del mercato potrebbe minare la rappresentatività dei prezzi di borsa. La qualità dell'informazione diviene allora un elemento imprescindibile e strettamente legato agli sviluppi in materia di consolidamento delle informazioni³³.

In Italia il prestito titoli è oggetto di disclosure al mercato da parte del prestatario nel caso in cui le operazioni, in combinazione con l'acquisizione in altri modi di partecipazioni effettive, superino il 2% del capitale di un'emittente quotato.

Invero, anche l'opzione mista di trasparenza/reporting sull'attività di prestito titoli viene generalmente ritenuta non adeguata a contrastare efficacemente gli abusi di mercato, principalmente per due ordini di motivi. In primo luogo, perché gli operatori accedono al prestito titoli per motivi diversi e non necessariamente al fine di assicurarsi la copertura delle vendite allo scoperto; per tale motivo le informazioni relative all'attività di prestito titoli potrebbero fornire segnali non sempre coerenti con l'effettiva pressione ribassista del mercato. In secondo luogo, perché le informazioni sull'attività di prestito titoli consentono di valutare compiutamente solo le vendite allo scoperto covered, ma non sono efficaci al fine di monitorare gli aspetti patologici potenzialmente connessi alle vendite *naked*.

Al riguardo, la Consob propone un'eventuale disclosure sull'attività di prestito titoli come alternativa a quella sulle vendite allo scoperto. La proposta appare interessante. D'altro canto, la trasparenza sulle operazioni di prestito titoli sopra una certa soglia (inferiore al 2%) fornirebbe informazioni utili all'Autorità e agli emittenti per valutare l'andamento dei corsi.

Resterebbero però ancora due nodi da sciogliere. In primo luogo, l'opzione indicata andrebbe presa in considerazione solo come alternativa all'opzione di trasparenza sullo short selling. In secondo luogo, occorrerebbe operare una revisione della Direttiva Transparency, affinché si introducano soglie più ridotte per la trasparenza sulle operazioni di prestito titoli rispetto a quelle attualmente previste.

Resta in ultimo da segnalare la tick rule (opzione 5), introdotta negli anni trenta negli Stati Uniti per limitare il fenomeno delle vendite allo scoperto e poi abolita dalla SEC nel 2007 a seguito

³² Il tema della trasparenza è uno degli elementi cardini della disciplina del fenomeno in esame, come sostenuto, in epoca non sospetta, anche dallo Iosco, Report on Transparency of Short Selling, Technical Committee of International Organization of Securities Commissions, June 2003.

³³ Cfr. R. Bramante e N. Di Domenico, MIFID e best-execution. Finalità e modelli di analisi, in *Banche e banchieri*, 2007, 5, p. 340 ss.; M. Franchi, Best Execution, Multiple Trading Venues e sistemi di scambi organizzati: alcune considerazioni generali ed un'analisi economica dei titoli di Stato, in *Quaderni di Finanza* n. 56, Studi e Ricerche Consob, giugno 2003.

del cosiddetto “pilot-test”. Tale opzione, così definita perchè vieta la vendita di titoli allo scoperto quando il prezzo di esecuzione dell’operazione non è superiore di almeno un “tick” al prezzo della compravendita immediatamente precedente, prevede che non si possa vendere allo scoperto quando le quotazioni del titolo sono in calo.

Per concludere, sempre in tema di possibili interventi regolamentari esperibili dai regulators, è interessante constatare che, al di là di talune divergenze, vi è largo consenso nel giudicare le opzioni di disclosure e di reporting soluzioni idonee per 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, senza per questo impedire che il mercato possa continuare a beneficiare degli effetti positivi dello short selling³⁴.

In particolare, si osserva che i principali Paesi europei si sono espressi a favore dell’introduzione di un regime di trasparenza al mercato delle posizioni short superiori ad una certa soglia (così Francia e Inghilterra); tale trasparenza, del resto, può essere letta anche come una sorta di completamento alla disciplina posta dalla Direttiva Transparency.

La Consob ritiene invece preferibile optare per un regime di reporting alla sola Autorità delle posizioni corte nette individuali significative, con riserva di valutare nel tempo se procedere diversamente, alla luce dell’esperienza maturata³⁵.

6. Un’analisi comparata delle misure restrittive adottate nei principali Paesi.

Provvedimenti di natura restrittiva sono stati adottati dapprima negli Stati Uniti e, di lì a poco, nel Regno Unito nonché in altri Paesi europei, tra cui l’Italia. Sebbene tali misure siano state intraprese quasi contemporaneamente, esse si caratterizzano per un discreto grado di eterogeneità. Le misure introdotte variano dal divieto di posizioni nette corte (Regno Unito³⁶ e

³⁴ Vi è anche chi, come Borsa Italiana, suggerisce 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. Le informazioni sulle operazioni di prestito titoli potrebbero, infatti, essere inserite nel transaction reporting.

³⁵ Sul punto v. Assonime, Osservazioni al position paper in tema di short selling, 2, 2009, in particolare p. 6 s.

³⁶ Il 18 settembre 2008 la FSA ha vietato la creazione o l’incremento di posizioni nette corte su alcuni titoli azionari di società appartenenti al settore finanziario e ha richiesto la pubblicazione con frequenza giornaliera di tutte le posizioni nette corte superiori allo 0,25% del capitale di tali società.

Tanto il divieto di short selling quanto gli obblighi di pubblicazione si riferiscono sia alle posizioni corte naked sia a quelle covered. È interessante notare che, al fine del calcolo delle posizioni nette corte, è necessario fare riferimento al grado di esposizione dovuto all’andamento del prezzo del titolo sottostante (delta-adjusted basis).

Ciò comporta che il divieto si estende a qualsiasi tipo di strumento finanziario, anche derivato, che consente di detenere un’esposizione su un titolo azionario appartenente al settore finanziario.

Il divieto di short selling e gli obblighi di disclosure non si applicano indistintamente a tutti i titoli azionari del settore finanziario, ma solo a quelli inclusi in un elenco predisposto dalla FSA. Tale elenco – costantemente aggiornato – comprende i principali titoli per capitalizzazione del settore finanziario.

Svizzera), al divieto di vendite allo scoperto sia naked sia covered (Stati Uniti³⁷ e Italia), al divieto di vendite allo scoperto accompagnato da restrizioni nelle operazioni di prestito titoli necessarie per realizzare vendite allo scoperto covered (Francia³⁸), al divieto di vendita allo scoperto naked (Belgio, Germania³⁹, Olanda). Il panorama di posizioni differenziate è completato dalla Svezia, ove le vendite allo scoperto sono consentite, e dalla Spagna, ove le vendite allo scoperto erano già vietate prima della crisi finanziaria.

Riguardo al profilo temporale, va precisato che quasi tutte le Autorità hanno vietato le vendite allo scoperto (SEC, Ontario Securities Commission, AMF, FSA) in via provvisoria, evitando di introdurre restrizioni permanenti.

Peraltro, soltanto in alcuni Paesi – come Regno Unito e Francia – le Autorità hanno deciso di imporre obblighi di disclosure agli operatori.

³⁷ Un primo divieto temporaneo di vendita allo scoperto di azioni è stato introdotto dalla SEC il 15 luglio 2008 in relazione ai titoli di Fannie Mae, Reddie Mac e delle principali banche d'investimento. La SEC ha motivato tale misura con la volontà di bloccare l'attività di manipolazione dei prezzi attuata attraverso vendite allo scoperto naked che minacciano la stabilità delle istituzioni finanziarie. Il divieto della SEC del 15 luglio 2008 riguarda solo 19 titoli finanziari, si riferisce esclusivamente alle vendite allo scoperto naked e si è concluso il 15 agosto 2008.

In primo luogo, la SEC ha delegato alle borse la gestione dell'elenco di titoli oggetto del divieto. In secondo luogo, i market maker di opzioni sono stati esentati dal rispetto del divieto di vendita allo scoperto per motivi ovviamente connessi alla copertura delle posizioni generate dalla propria attività di market making. In terzo luogo, la SEC ha imposto che i market maker non effettuino transazioni nei confronti di controparti che creano o incrementano una posizione netta corta in azioni coperte dal divieto.

Occorre ricordare che il provvedimento è stato emanato in maniera alquanto frettolosa, talché il 21 settembre 2008 la SEC ha apportato tre importanti modifiche al dispositivo originario. È d'obbligo, pertanto, riportare alcuni dei grossolani errori contenuti nella lista delle 800 società sulle cui azioni è stato imposto il divieto di short selling:

1) si è bloccato lo short su MBP invece che MPB, ovvero si è vietato lo short su una società farmaceutica invece che sulle azioni di Mid Penn Bancorp;

2) si è bloccato lo short sui titoli della Lehman (peccato che fosse già fallita);

3) stessa sorte per Silver State Bancorp altro titolo già fallito.

³⁸ Il 19 settembre 2008 l'AMF, sulla scorta dei provvedimenti adottati da SEC e FSA nei giorni immediatamente precedenti, ha introdotto misure restrittive in relazione alle vendite allo scoperto e agli obblighi di comunicazione delle posizioni corte.

Per quanto riguarda il divieto di short selling, l'AMF ha vietato esclusivamente le operazioni naked, in quanto ha prescritto agli investitori che hanno effettuato operazioni di vendita di disporre di una copertura pari al 100% dei titoli smobilizzati e agli intermediari prestatori di servizi di investimento di richiedere il deposito preventivo dei titoli oggetto di operazioni di vendita.

L'AMF ha, inoltre, richiesto alle istituzioni finanziarie, attraverso un'anomala azione di moral suasion, di astenersi dall'effettuare operazioni di prestito di titoli aventi a oggetto azioni di società appartenenti al settore finanziario. Tale richiesta ostacola ovviamente anche lo svolgimento di operazioni di short selling covered, benché esse non siano state formalmente vietate.

Le posizioni corte create attraverso l'uso di strumenti derivati sono ugualmente vietate. È stato invece consentito di usare i derivati con finalità di copertura di posizioni lunghe.

In rapporto all'obbligo di disclosure, l'AMF ha imposto la comunicazione delle posizioni nette corte superiori allo 0,25% delle società soggette al divieto di short selling entro il giorno successivo al superamento della soglia.

³⁹ Il 19 settembre 2008 la BaFin ha vietato, a partire dal 20 settembre 2008, le operazioni di naked short selling condotte con riferimento a 11 titoli azionari di società operanti nel settore finanziario. La motivazione addotta per il provvedimento è stata la volontà di contrastare l'elevato e anomalo livello di volatilità osservato per i titoli azionari delle imprese finanziarie.

Rispetto alle misure introdotte negli altri paesi, l'approccio tedesco inizialmente è stato meno restrittivo. La BaFin, infatti, non ha vietato le operazioni di covered short selling, cioè quando i titoli venduti sono stati reperiti attraverso operazioni di prestito titoli concluse prima o contemporaneamente alla vendita, e non ha tanto meno vietato l'assunzione di posizioni corte sui titoli finanziari attraverso la vendita di contratti future o l'acquisto di opzioni put. Inoltre, non sono stati previsti obblighi di disclosure in merito alle posizioni corte assunte sui titoli finanziari.

Un quadro più esaustivo delle misure adottate non può, inoltre, non tener conto anche delle motivazioni pubblicamente addotte dalle Autorità di regolamentazione per giustificare l'introduzione di misure restrittive in materia di short selling e che possono essere ricondotte a due principali categorie:

- 1) da un lato, l'esigenza di proteggere la stabilità delle istituzioni finanziarie;
- 2) dall'altro, quella di evitare comportamenti manipolativi dei prezzi.

Scendendo più nel dettaglio, si osserva che la SEC ha inteso fronteggiare comportamenti manipolativi dei prezzi di mercato delle istituzioni finanziarie, che non ne riflettono i valori fondamentali; la FSA con tali misure ha voluto proteggere l'integrità dei mercati e salvaguardare la stabilità del settore finanziario; l'AMF ha seguito semplicemente le azioni intraprese dalle autorità statunitensi e britanniche al fine di omogeneizzare la regolamentazione dei mercati finanziari ed evitare arbitraggi regolamentari; la BaFin ha inteso evitare il rischio di fallimento delle società appartenenti al settore finanziario; la Consob ha voluto scongiurare manovre speculative aventi per effetto una riduzione anomala dei prezzi delle azioni di società appartenenti al settore finanziari.

Alla prova dei fatti, i comportamenti osservati fanno ritenere che le Autorità di regolamentazione preferiscano sopportare i costi di una riduzione temporanea del livello di efficienza informativa e di liquidità del mercato azionario, pur di evitare comportamenti manipolativi dei prezzi che – in una fase prolungata di distress selling – sono in grado, per l'appunto, di minacciare in primis la stabilità delle istituzioni finanziarie.

7. Le misure intraprese dalla Consob.

A partire da settembre 2008 (delibera n. 16622), la Consob ha adottato una serie di provvedimenti in materia di divieto di vendita allo scoperto – pratica invero già limitata dalla regola generale della consegna dei titoli venduti al terzo giorno dall'ordine⁴⁰ – la cui restrittività è stata graduata in funzione dell'intensità delle turbolenze che hanno caratterizzato la dinamica del mercato azionario.

Il combinato di contenuti della delibera n. 16622 con altre successive ha difatti sottoposto i titoli (in particolare bancari ed assicurativi) quotati in Italia ad un divieto assoluto di short selling per

⁴⁰ Si tratta della cosiddetta regola "T+3", che produce effetti sostanzialmente analoghi al divieto delle vendite allo scoperto naked. In effetti, già il 19 settembre 2008, in condizioni di mercato ancora relativamente stabili, la Consob aveva richiamato gli operatori al pieno rispetto delle regole in materia di consegna dei titoli nell'ambito di operazioni di vendita allo scoperto.

il periodo che va dal 22 settembre 2008 al 31 maggio 2009. Tale rigida misura ha fatto sì che la vendita di azioni di banche e assicurazioni quotate dovesse essere assistita, oltre che dalla disponibilità, anche dalla proprietà dei titoli al momento dell'ordine e fino alla data di regolamento dell'operazione.

Nella fase di maggior acutezza della crisi, per i titoli appartenenti a settori diversi da quello bancario-assicurativo, l'autorità di vigilanza ha invece imposto l'obbligo, meno rigido, di vendita assistita dalla disponibilità dei titoli da parte dell'ordinante dal momento dell'ordine e fino al regolamento dell'operazione⁴¹.

Dal primo giugno 2009, lo scenario regolamentare è stato poi oggetto di ulteriori modifiche, tutte improntate ad un progressivo ripristino delle condizioni regolamentari vigenti prima della crisi. A partire da settembre 2009, gli unici limiti imposti dall'autorità di vigilanza alle operazioni di vendita allo scoperto, sono consistiti nell'obbligo di disponibilità e della proprietà per i soli casi di vendita allo scoperto ordinate su «titoli azionari emessi da società oggetto di aumenti di capitale quotate nei mercati regolamentati italiani e ivi negoziate»⁴². L'imposizione del divieto con riferimento a tale peculiare fattispecie si giustifica in considerazione del fatto che – come del resto l'evidenza empirica dimostra –, in corrispondenza di operazioni di aumento di capitale le vendite allo scoperto potrebbero essere utilizzate a fini manipolativi, per ridurre il prezzo dei titoli e rendere meno conveniente l'adesione all'offerta.

Non è stato, infine, previsto alcun regime di comunicazione (c.d. disclosure) al mercato o all'Autorità delle vendite allo scoperto.

⁴¹ V. Consob, delibera n. 16652 del 10 ottobre 2008, con cui la Commissione ha esteso a tutte le azioni quotate nei mercati regolamentati italiani – con efficacia fino al 31 ottobre 2008 – l'obbligo che la vendita sia assistita dalla proprietà e della disponibilità dei titoli al momento dell'ordine e fino al regolamento dell'operazione.

Successivamente, considerato l'elevato livello di volatilità dei mercati, la Consob ha prorogato il divieto di vendita allo scoperto su tutte le azioni quotate nei mercati regolamentati italiani fino al 31 dicembre 2008 (delibera n. 16670 del 29 ottobre 2008).

Il 30 dicembre 2008, con delibera 16765, la Consob ha prorogato – con modifiche in senso attenuativo – il divieto di vendita allo scoperto fino al 31 gennaio 2009. In particolare, per quanto riguarda le modifiche apportate alla precedente disciplina, la Commissione ha deliberato che la vendita di azioni non bancarie o assicurative debba essere assistita dalla sola disponibilità dei titoli. Tale disposizione equivale a consentire le operazioni di vendita allo scoperto covered, cioè assistite da operazioni di prestito titoli tali da assicurare la disponibilità del titolo da consegnare alla data di regolamento della vendita, per le azioni non bancarie o assicurative. Per quanto riguarda, invece, le azioni bancarie o assicurative, nonché le azioni di società oggetto di aumento di capitale, è stato confermato il divieto di realizzare operazioni di vendita allo scoperto sia covered sia naked.

Di seguito, il 29 gennaio 2009 la Consob, con la delibera 16781, ha ulteriormente prorogato l'ultimo provvedimento fino al 28 febbraio 2009, mantenendone invariati i contenuti: divieto assoluto di short selling per i titoli bancari, assicurativi e di società oggetto di aumento di capitale e divieto di naked short selling per gli altri titoli quotati nei mercati regolamentati italiani.

⁴² V. Consob, delibera 16971 del 28 luglio 2009 e, da ultimo, delibera n. 17078 del 26 novembre 2009.

7.1. (Segue): L'oggetto della disposizione e l'ambito soggettivo di applicazione del divieto: principi generali.

Riprendendo quanto in parte già illustrato in sede di definizione dello short selling (v. supra § 2), una vendita supportata da un'operazione di prestito titoli è da considerarsi una vendita allo scoperto e quindi vietata. Questo perché, come si desume dai chiarimenti forniti dalla Consob, «il diritto a ricevere i titoli non si acquisisce tramite il prestito degli stessi».

Per giunta, l'estensione del divieto si circoscrive alle vendite effettuate sui mercati regolamentati italiani. Restano di conseguenza escluse:

- i) le vendite effettuate fuori dai mercati regolamentati italiani e
- ii) le vendite di exchangetraded funds, diritti di opzione o altri strumenti finanziari (inclusi gli strumenti finanziari derivati indipendentemente dal mercato (italiano o estero) di negoziazione⁴³.

Del pari, non si considerano rientranti nell'ambito di applicazione del divieto di vendite allo scoperto:

- 1) l'obbligo di consegna delle azioni sottostanti la vendita di un'opzione call o l'acquisto di opzioni put;
- 2) la negoziazione di altri strumenti finanziari derivati, da cui derivi un obbligo o una facoltà di consegna delle azioni sottostanti. In entrambi i casi, infatti, la consegna non è conseguenza di una vendita, bensì dipende dall'esercizio di una facoltà contrattualmente prevista.

Mutatis mutandis non si considerano vendite allo scoperto le vendite dei titoli sottostanti effettuate in esecuzione di strategie di copertura dinamica (c.d. delta hedging) dei rischi assunti su strumenti finanziari derivati, relativamente a contratti stipulati, con riferimento a ciascuna azione prevista al precedente punto 2), prima dell'entrata in vigore del divieto.

7.2. (Segue): Peculiarità della disciplina in tema di aumenti di capitale. L'ultimo baluardo.

Una disciplina peculiare è stata emanata dalla Consob in materia di vendite allo scoperto in relazione ad operazioni di aumento di capitale⁴⁴. Si tratta di limitazioni temporanee assunte in condizioni particolari di mercato in vista di operazioni di importo consistente e di liquidità scarsa.

⁴³ V. Consob, delibera n. 16971 del 28 luglio 2009.

⁴⁴ Con delibera n. 17034 del 14 ottobre 2009, la Consob ha previsto che il divieto di vendite allo scoperto sui titoli delle società che hanno in corso operazioni di aumento di capitale può essere derogato, previa richiesta motivata in tal

Più precisamente, il divieto è stato circoscritto alle azioni di società quotate nei mercati regolamentati italiani e ivi negoziate, che siano risultate oggetto di aumenti di capitale deliberati entro il 30 novembre 2009.

Al ricorrere di tali ipotesi, pertanto, si richiede che la vendita di azioni debba 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.

Con la delibera n. 17078 del 26 novembre 2009, la Consob ha deciso di non prorogare il regime restrittivo in materia di short selling, ma ha ritenuto opportuno mantenere in vigore tali vincoli per le società sottoposte ad aumento di capitale. Il divieto si applica «a partire dal giorno successivo a quello in cui la proposta di delibera assembleare è stata approvata dal consiglio di amministrazione o dal consiglio di gestione». Nell'ipotesi in cui gli aumenti di capitale, avvengano in seguito a delega attribuita agli amministratori (art. 2443 cod. civ.), si deve aver riguardo alla riunione del consiglio di amministrazione o del consiglio di gestione in cui è stato deliberato l'aumento di capitale, in attuazione della delega attribuita dallo statuto agli amministratori.

Si è precisato, inoltre, che non sono soggetti al divieto le operazioni di aumento di capitale:

- a) che non comportano un afflusso monetario, per esempio gli aumenti di capitale con conferimento di beni in natura o di crediti, ai sensi dell'articolo 2440 cod. civ., o gli aumenti di capitale al servizio di piani di compensi a esponenti aziendali, dipendenti o collaboratori di cui all'art. 114-bis, comma 1, T.U.F.;
- b) sottostanti una emissione di warrant o di obbligazioni convertibili.

Con una previsione indirizzata alle negoziazioni su strumenti finanziari derivati, la Consob ha stabilito che la società di gestione di cui all'art. 70 T.U.F. deve adottare «ogni misura per prevenire manovre speculative che possono avere per effetto una riduzione anomala dei prezzi delle azioni». In pratica, la società di gestione dei sistemi di compensazione e garanzia può decidere all'occorrenza di elevare i margini di garanzia quotidiani stabiliti sulle posizioni aperte.

La tematica della gestione degli aumenti di capitale si ricollega al divieto di vendite allo scoperto in presenza di aumenti con rilevante effetto "diluitivo", cioè allorquando viene emesso un quantitativo di azioni di gran lunga superiore a quelle esistenti. Sennonché, allo scopo di assicurare la corretta formazione dei prezzi – la Consob ha individuato nel divieto di short selling uno dei meccanismi attraverso cui evitare il ripetersi di violente oscillazioni nella quotazione dei titoli.

senso alla Commissione da parte delle società emittenti interessate. Il provvedimento, che integra la precedente delibera del 28 luglio 2009 in materia di vendite allo scoperto, è finalizzato a consentire l'esecuzione di aumenti di capitale che presentino caratteristiche particolari.

La Commissione ha proposto di ovviare al problema della sopravvalutazione delle azioni mediante una modifica alle modalità di regolamento dei titoli, al fine di evitare che l'arbitraggio sulle azioni di nuova emissione (attraverso principalmente vendite allo scoperto) crei una pressione al rialzo sulle quotazioni durante i primi giorni del periodo d'offerta, per poi riallinearsi ai valori originari al termine del periodo stesso⁴⁵.

Anche se introdotto con il buon proposito di limitare la speculazione, il divieto di fatto ha impedito il buon funzionamento del mercato. In assenza di vendite allo scoperto si sono bloccati gli arbitraggi con la conseguenza che il prezzo delle azioni, durante l'operazione di aumento di capitale, non si è allineato al valore teorico indicato dai diritti per sottoscrivere l'aumento. Il problema è emerso soprattutto nel caso di operazioni sul capitale realizzate con il prezzo dei nuovi titoli fissato a livelli sensibilmente inferiori rispetto al loro corso nei giorni precedenti l'aumento di capitale e con il numero di azioni di nuova emissione sensibilmente più elevato rispetto ai titoli in circolazione precedentemente⁴⁶.

Gli effetti prodotti sconsigliano, pertanto, l'introduzione di divieti permanenti con riguardo agli aumenti di capitale, a meno che non vi sia l'esigenza, in casi eccezionali, di conformarsi a provvedimenti simili adottati da altre autorità europee. In fondo, è ben noto che operazioni manipolative in simili fattispecie sono già oggetto della disciplina sugli abusi di mercato. Piuttosto, la singolarità degli aumenti di capitale dovrebbe essere affrontata con misure di trasparenza particolari⁴⁷.

⁴⁵ In linea di massima la Consob sostiene che le problematiche sopra descritte possano essere risolte con una modifica del sistema di regolamento. Come evidenziato nel Position Paper in materia di Aumenti di Capitale con rilevante effetto diluitivo, del 19 aprile 2010, disponibile sul sito www.consob.it, le soluzioni operative suggerite sono due: a) accredito dei diritti d'opzione e consegna dei titoli rivenienti dall'aumento di capitale a T+2. Ciò consente agli arbitraggisti, che avevano venduto le azioni allo scoperto a T, di prendere a prestito - dagli azionisti che hanno esercitato il diritto d'opzione - a T+2 i titoli necessari a chiudere la propria posizione il giorno seguente (a T+3); b) accredito dei diritti d'opzione a T+1 e previsione di un intervallo di regolamento abbreviato, a T+2 invece che a T+3, delle transazioni di mercato sulle azioni rivenienti dall'aumento di capitale e sui diritti stessi. In questo modo gli arbitraggisti che avevano venduto allo scoperto le azioni a T possono acquistare ed esercitare i diritti d'opzione lo stesso giorno, in modo da ricevere già a T+2 le azioni derivanti e chiudere poi la posizione il giorno seguente (a T+3), senza ricorrere al prestito titoli. Entrambe soluzioni proposte presuppongono che la sopravvalutazione delle azioni possa essere risolta prevedendo una sola finestra di regolamento a T+2 (ipotesi minimale). Qualora la sopravvalutazione dovesse perdurare anche il secondo giorno del periodo d'offerta, potrebbe prevedersi una ulteriore finestra di regolamento a T+3 (ipotesi minimale allargata). Inoltre, potrebbero eventualmente essere previste ulteriori finestre di consegna nei giorni seguenti, da adottarsi su richiesta esplicita degli intermediari. Con riferimento alle implicazioni normative e regolamentari delle soluzioni proposte dalla Consob, si rinvia ai Commenti di ABI (3 giugno 2010) e Assosim (10 giugno 2010) al Position Paper Consob in materia di Aumenti di Capitale con rilevante effetto diluitivo, disponibile sul sito www.consob.it. Ulteriori elementi di riflessione circa le problematiche oggetto di discussione sono, inoltre, proposte da E. Bolognesi e A. Gallo, Aumenti di capitale e regolamento del mercato IDEM: le anomalie dei casi Seat, PG e Tiscali, in Osservazioni al Position Paper Consob in materia di Aumenti di Capitale con rilevante effetto diluitivo (1° giugno 2010), disponibile sul sito www.consob.it.

⁴⁶ Secondo E. Micheli, Un commento di Eleonora Micheli sulle vendite allo scoperto, disponibile su lavoce.info, 11 febbraio 2010, "L'intervento degli arbitraggisti (investitori che vendono le azioni allo scoperto e al tempo stesso acquistano diritti) avrebbe evitato tale distorsione: gli investitori professionisti avrebbero infatti acquistato diritti e venduto azioni (pur non avendole in portafoglio) fino al completo allineamento dei valori".

⁴⁷ In senso conforme v. Assonime, op. cit., p. 5.

7.3. (Segue): Le disposizioni riguardanti l'attività di market maker, specialist e liquidity provider.

Dal lato soggettivo, il divieto di short selling non si applica all'attività posta in essere dai c.d. market maker, nonché con riferimento all'operatività svolta nei mercati regolamentati dagli specialisti e dai liquidity provider (intermediari che operano in esecuzione di un contratto di liquidità), così come definiti nel Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.A.

Nel caso di specie, come la Consob ha tenuto a precisare, la figura del market maker va intesa secondo un'accezione più ampia di quella di cui all'art. 1, comma 5-quater, T.U.F., in quanto il divieto non è limitato all'attività effettuata sui mercati regolamentati e sui sistemi multilaterali di negoziazione, ma comprende altresì l'operatività «fuori mercato».

Diversamente, tali precisazioni non state fornite con riferimento alla figura dei liquidity provider. Resta infatti da chiarire se l'attività cui fa riferimento Consob sia esclusivamente quella prevista dalla delibera n. 16839 del 19 marzo 2009, che ha riconosciuto l'attività in esame come prassi di mercato ammessa, o se occorra prendere in considerazione anche altre fattispecie (i.e., l'operatività nei sistemi multilaterali di negoziazione)⁴⁸. Il documento di consultazione pubblicato dall'autorità di vigilanza limita il perimetro di applicazione ai soli mercati regolamentati, con ciò anche ponendo un diverso trattamento rispetto ai market maker⁴⁹.

Non sono state previste, infine, restrizioni in merito all'operatività dei prestatori di titoli, in relazione alla concessione di prestiti di azioni quotate nei mercati regolamentati italiani.

7.4. Un primo bilancio. De jure condendo.

⁴⁸ La MiFID prevede, al contrario dell'obbligo di concentrazione, che le negoziazioni possano essere eseguite attraverso diverse sedi di esecuzione (execution venues): i mercati regolamentati, i sistemi multilaterali di negoziazione (multilateral trading facilities), gli internalizzatori sistematici. Nello specifico, la MiFID prende atto dell'emergere, accanto alla figura dei mercati regolamentati (già previsti dalla precedente direttiva 93/22/CE), di nuovi sistemi di negoziazione organizzati, gestiti non solo da società di gestione (di mercati regolamentati) ma anche da imprese di investimento. Trattasi della nuova attività di investimento, che consiste nella gestione di sistemi multilaterali di negoziazione. A ciò si aggiunge l'esplicita considerazione, in presenza di determinate condizioni, delle imprese di investimento quali piattaforme di negoziazione e, in quanto tali, destinatarie di una disciplina specifica che attiene principalmente alla trasparenza e alla gestione degli ordini dei clienti. Trattasi, in particolare, degli internalizzatori sistematici. Oltre a queste tre sedi di esecuzione, la MiFID prevede la possibilità di eseguire scambi attraverso intermediari internalizzatori non sistematici, ovvero intermediari che agiscono in veste di market maker, e imprese di investimento che effettuano incroci di ordini di terzi (agency cross).

⁴⁹ Così Assonime, op. cit., p. 9.

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 due anni dall'introduzione in Italia, l'adozione di un regime restrittivo alle operazioni di short selling sembra aver ingenerato taluni effetti sulle performance dei titoli, nella misura in cui le analisi sui bid prices e sui volumi tendono a rilevare la presenza di anomalie di rendimento (volatilità). Un risultato, quest'ultimo, che parrebbe rendere legittimi i dubbi sollevati da coloro, in gran parte practitioners, 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 generale⁵⁰ e dal crack Lehman in particolare⁵¹);
- 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).

⁵⁰ 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.

⁵¹ Sulla liceità delle vendite allo scoperto abbattutesi su Lehman's Bhrs 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. In questa sede, si regola la valuta e si compensano le posizioni. Molti operatori vendendo transitarono 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.

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/a una certa data⁵².

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 scoperto⁵³.

8. Istanze di riforma della regolamentazione europea in tema di short selling.

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 2008. Sicché la crociata dei regulators contro le vendite allo scoperto è avventa in assenza di un'unica regia a livello internazionale a dispetto di un mercato che è invece globale⁵⁴.

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

⁵² 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.

⁵³ 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.

⁵⁴ 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.

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 mercato⁵⁵. È opinione largamente condivisa che una regolamentazione armonizzata permetterebbe sia di evitare comportamenti elusivi dovuti ad arbitraggi regolamentari⁵⁶, 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.

Gli stimoli prodotti dalla prassi degli operatori finanziari, ulteriormente amplificati dall'apprezzamento "istituzionale" degli hedge funds, sono inevitabilmente giunti al livello degli organismi comunitari. In attesa del varo di una normativa europea, il Cesr ([Ref. Cesr/10-088](#)) ha proposto, in luogo dell'introduzione di nuovi limiti operativi⁵⁷, l'adozione di standard paneuropei in materia di disclosure, rispettivamente al mercato e all'autorità di vigilanza, ferma restando la possibilità per le autorità nazionali di imporre, in casi eccezionali, misure temporanee

⁵⁵ Più in generale, sull'opportunità di seguire un approccio armonizzato, che avvicini le regolamentazioni finanziarie dei diversi paesi, cfr. S. Amoroso, Coordinamento e collaborazione nelle attività di vigilanza "finanziaria", in *La crisi dei mercati finanziari*, cit., p. 169 ss.; L. Cardia, Armonizzazione normativa e cooperazione per combattere la crisi in Europa, in *Bancaria*, 6/2009, p. 53 ss.; J.E. Stiglitz, La crisi finanziaria internazionale: le regole da riscrivere e le prospettive future, in *Bancaria*, 9/2009, p. 2 ss.; R. Maserà, La crisi globale: finanza, regolazione e vigilanza alla luce del Rapporto de Larosière, in *Riv. trim. dir. econ.*, 3/2009, p. 147 ss.; 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, Assonime, Roma, 2009.

⁵⁶ 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.

⁵⁷ Sul punto cfr. Cesr/08-742, "Measures adopted by CESR Members on short selling"; Esme, Position on Short Selling, March 2009, disponibile su http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/esme/report_20090319_en.pdf.

Questa strada, tuttavia, non appare facilmente percorribile in alcuni paesi come l'Italia, ove la giurisdizione della Consob in suddetta materia è limitata agli intermediari finanziari e agli azionisti rilevanti delle società quotate (con quote di partecipazione superiori al 2%), ma non può estendersi, ad esempio, all'attività degli investitori istituzionali.

Con riferimento poi alla base giuridica del modello proposto, il documento CESR raccomanda l'adozione di un atto legislativo ad hoc a livello europeo – una direttiva o un regolamento – o, in subordine, l'adozione di opportune modifiche alla direttiva Transparency.

Anche lo Iosco ha formulato taluni principi (di carattere generale) per la regolamentazione dello short selling, raccomandando il rispetto di un approccio coerente in ambito internazionale⁵⁸.

Se infatti, con riguardo agli aspetti metodologici è generalizzata la critica a provvedimenti non coordinati – come quello unilaterale della Germania⁵⁹ –, sui contenuti si registra tra i regulators una costante dialettica tesa a smussare le divergenze.

Stride con tale scenario, o comunque ne complica ulteriormente l'opera di armoniosa composizione, la constatazione che, nel nuovo schema di supervisione finanziaria europea, il potere di vietare le vendite allo scoperto dovrebbe essere attribuito alla nuova Autorità europea⁶⁰. Al contrario i governi si battono perché l'esercizio di tale potere resti relegato a livello nazionale⁶¹.

⁵⁸ V. Iosco, Regulation of short selling, consultation report, Technical Committee of International Organization of Securities Commissions, March 2009. I principi generali contenuti nel documento di consultazione 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;
- 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.

⁵⁹ In dettaglio i tre decreti, annunciati il 21 maggio 2010 dalla BaFin, vietano le vendite allo scoperto per alcuni strumenti finanziari (derivati su credito, azioni e obbligazioni sovrane). Tali provvedimenti mirano a prevenire eccessivi movimenti nei prezzi, i quali potrebbero compromettere la stabilità del sistema finanziario. Essi hanno in comune la caratteristica di impedire posizioni speculative "corte" sui mercati.

Nell'ambito dello stesso pacchetto di misure vengono vietate transazioni allo scoperto infragiornaliere e vendite allo scoperto effettuate per coprire il rischio derivante da vendite di opzioni di tipo put sui titoli di Stato. Di conseguenza, sono escluse le transazioni in cui l'investitore detiene la proprietà fisica del sottostante.

I titoli di Stato oggetto di queste misure sono tutti quelli quotati sui mercati regolamentati tedeschi, che attualmente includono sia i titoli emessi dal Governo federale (in particolare i bobl e i bund) e i titoli del Governo austriaco. I titoli governativi degli altri emittenti dell'area euro non sono stati interessati da questo provvedimento, il cui ambito di applicazione concerne operatori finanziari (eventuali filiali o sussidiarie) aventi sede legale operanti in Germania, oppure filiali e sussidiarie estere operanti sui mercati regolamentati tedeschi.

Per quanto riguarda i derivati su credito, sono vietate le transazioni in cui il protection seller compensa il protection buyer al verificarsi dell'evento creditizio sovrano (strumenti come Cds su single name o indici su Cds) ad esclusione di quelle che riducono il verificarsi di tale credit event.

Infine, sono vietate le vendite allo scoperto senza sottostante dei primi 10 titoli azionari finanziari; anche in tal caso, sono escluse le transazioni in cui l'investitore detiene la proprietà fisica del sottostante.

⁶⁰ Il 23 settembre 2009 la Commissione ha presentato un pacchetto di cinque proposte legislative con il quale prospetta una serie di misure intese a rafforzare l'efficacia della vigilanza finanziaria nell'UE:

- i) una proposta di regolamento che istituisce il Comitato europeo per il rischio sistemico (ESRC) preposto alla vigilanza macroprudenziale (COM(2009)499);

In Italia, superata, la crisi finanziaria, si andrà verso una stagione di re-regulation che potrebbe toccare in profondità anche il Testo Unico della finanza, rendendolo più prescrittivo e, si auspica, rafforzando ulteriormente i poteri delle autorità di vigilanza del mercato⁶².

9. Conclusioni.

La crisi ha aperto un nuovo capitolo. Dai debiti delle istituzioni finanziarie, ai debiti sovrani. Dalle banche agli Stati. O forse è semplicemente ritornata alla sua origine, agli atti e alle omissioni di governi e di autorità di regolazione che hanno provocato la crisi o creato le condizioni per il suo insorgere. L'evidenza di questo nesso causale non esclude ovviamente che ci possano essere stati comportamenti illegali in senso proprio, o eticamente inaccettabili, dai quali ricavare indicazioni di regole diverse per il futuro. Ma individuare, e perseguire, abusi e illeciti non deve distogliere dal comprendere le cause, per correggerle.

ii) una proposta di decisione che attribuisce alla Banca centrale europea (BCE) poteri specifici in relazione al funzionamento dell'ESRC (COM(2009)500);

iii) tre proposte di regolamento (COM(2009)501, 502 e 503) che istituiscono rispettivamente tre nuove Autorità europee di vigilanza, competenti per il settore bancario (EBA), assicurativo (EIOPA) e dei valori mobiliari (ESMA).

Le nuove autorità concorreranno alla creazione del Sistema europeo di vigilanza finanziaria (ESFS) preposto alla vigilanza microprudenziale.

Le proposte sono state presentate in esito ad una lunga fase di riflessione avviata sin dal 2007 e intensificatasi a partire dall'autunno del 2008 in relazione all'aggravarsi della crisi economico-finanziaria che ha messo in luce lacune nel coordinamento delle funzioni di regolamentazione e vigilanza finanziaria. In particolare, le proposte in esame danno seguito alle raccomandazioni formulate dal gruppo ad alto livello (cosiddetto "gruppo de La Rosière") – istituito dalla Commissione nell'ottobre 2008. In merito, v. J. de Larosière, *The high-level group on financial supervision in the UE*, Brussels, 25 febbraio 2009.

⁶¹ V. documento di consultazione del Cesr, "Proposal for a Pan-European Short Selling Disclosure Regime" dell'8 luglio 2009. Al termine di un ampio processo di consultazione, avviato nel luglio del 2009, la disciplina fatta propria dal Cesr prevede un sistema di trasparenza delle operazioni (eseguite sia sui mercati regolamentati che al di fuori degli stessi) relativa ai titoli azionari trattati sui mercati regolamentati europei e su MTF (multilateral trading facility) europei con la sola eccezione di quei titoli per i quali il mercato primario è posto al di fuori dello spazio economico europeo.

Tale disciplina risulta articolata in due punti. In primo luogo, chiunque raggiunga, con operazioni di short selling, la soglia dello 0,2 per cento del capitale dell'emittente deve effettuare una apposita comunicazione all'Autorità di vigilanza competente; l'obbligo di comunicazione si applica anche ad ogni incremento dello 0,1%.

In secondo luogo, chiunque raggiunga, con operazioni di short selling, la soglia dello 0,5 per cento - e per ogni successivo incremento dello 0,1% - del capitale dell'emittente deve altresì effettuare una apposita comunicazione anche al mercato. I predetti obblighi di comunicazione non trovano applicazione in relazione all'attività posta in essere dai

Le Autorità di vigilanza possono decidere di pubblicare, su base opzionale, anche i dati aggregati derivanti dalle comunicazioni di posizioni rilevanti - comprese quelle in Eft e in derivati - che non raggiungono la soglia per la comunicazione al pubblico (ovvero dello 0,5 per cento del capitale).

Misure ulteriori, in aggiunta al regime permanente di trasparenza, incluso il divieto di short selling, possono essere introdotte ove le circostanze di mercato lo dovessero richiedere utilizzando i poteri di urgenza delle Autorità.

⁶² Cfr. M. Onado, *La crisi finanziaria internazionale: le lezioni per i regolatori*, in Banca impr. soc., 2009, 1, p. 5 ss.; N. Rangone, *Mercati finanziari e qualità delle regole*, in Banca impr. soc., 2010, 1, p. 55 ss.; M. Messori, *Perché è necessaria una nuova regolamentazione*, in Banca impr. soc., 2010, 1, p. 55 ss. Secondo M. Draghi, *Un sistema con più regole, più capitale, meno debito, più trasparenza*, cit., p. 12, "L'integrazione dei mercati internazionali va preservata perché è stata e sarà un fattore fondamentale di sviluppo. È necessario adeguare le istituzioni al nuovo contesto affinché l'arena finanziaria internazionale non sia «terra di nessuno», affinché vi sia la possibilità di intervenire con tempestività e in modo coordinato all'emergere di situazioni di crisi".

L'evidenza empirica ha dimostrato che non sussiste necessità di una disciplina di carattere permanente per la vendita allo scoperto, né di tipo proibitivo né di tipo informativo, considerato che non vi è evidenza certa di relazioni causali tra l'attività di vendita allo scoperto e fenomeni quali l'eccessiva volatilità e la manipolazione del mercato⁶³.

Storicamente l'adozione di misure restrittive in tema di short selling non è risultata utile a risolvere tali problemi e non ha generato benefici superiori rispetto al sacrificio in termini di efficienza dei prezzi che hanno richiesto.

A ben intendere, infatti, i costi associati alle misure restrittive in materia di vendita allo scoperto non sono solo quelli riconducibili alla perdita di efficienza informativa dei prezzi dei titoli finanziari. Andrebbero considerati anche i costi di compliance della regolamentazione sul divieto di short selling, i costi associati all'eliminazione di uno strumento efficiente per la gestione di portafoglio, per realizzare operazioni di arbitraggio e copertura, nonché i rischi di arbitraggio regolamentare⁶⁴.

Per giunta, è opinione condivisa che operazioni di manipolazione del mercato, realizzate tramite vendite allo scoperto non assistite dalla disponibilità dei titoli, possano essere più efficacemente scoraggiate attraverso un adeguato enforcement della regolamentazione in materia di abuso di mercato e un'appropriata disciplina in materia di procedure di regolamento.

Alla luce delle considerazioni che precedono, non risulta dunque diagnosticabile la presenza di una market o regulatory failure che giustifichi, in aderenza alle best practice internazionali in materia di better regulation, un intervento regolamentare. Anzi, tanto da un punto di vista teorico quanto empirico, si è concordi nel ritenere che la pratica dello short selling, in condizioni normali di mercato, sia positiva. Non a caso, molte autorità, dopo aver verificato il ripristino di condizioni "normali", hanno proceduto, con gradualità, all'eliminazione delle restrizioni.

Se infatti, nel breve termine, si è rivelato di vitale importanza assumere decisioni tese a ripristinare il clima di fiducia di investitori e mercati, per il futuro la vera sfida starà nel prevenire gli abusi, non solo al ribasso, come nel caso dell'ultima crisi finanziaria, ma anche al rialzo, come avviene periodicamente nelle fasi di euforia incontrollata con l'esplosione devastante delle bolle speculative.

⁶³ Cfr. A. Beber e M. Pagano, Short-Selling Bans around the World: Evidence from the 2007-09 Crisis, Cepr Discussion Paper n. 7557, 2009; R. Battalio e P. Schultz, Regulatory Uncertainty and Market Liquidity: The 2008 Short Sale Ban's Impact on Equity Option Markets, inedito, January, 2010.

⁶⁴ Come osserva M. Draghi, Un sistema con più regole, più capitale, meno debito, più trasparenza, cit., p. 12, "La trasparenza richiede una drastica semplificazione e standardizzazione dei contratti; strumenti non standard sono, per natura, difficili da valutare. Deve essere contenuto con appropriate regole il grado di leva finanziaria. Per assicurare corretti incentivi, almeno nel caso dei derivati di credito una parte del rischio deve restare, in modo esplicito, a carico dell'originator. Infine, quando gli strumenti vengono offerti al pubblico, deve essere rafforzata la protezione del contraente debole".

L'esperienza della crisi ha, inoltre, confermato che le operazioni di vendita allo scoperto naked – e in generale gli strumenti innovativi per il trasferimento del rischio – sono armi a doppio taglio. Se usate in modo accorto e prudente permettono agli operatori di coprire e diversificare il rischio e possono contribuire a ridurre la fragilità del sistema; se adoperate senza adeguata considerazione dei rischi consentono una moltiplicazione priva di controllo della leva finanziaria al pari di quanto accade con i prodotti derivati⁶⁵.

Lo short selling si pone, dunque, come un “fenomeno” non da esorcizzare o contrastare, bensì da regolare, assicurando anzi il “livellamento del terreno di gioco”. La proliferazione di strumenti complessi ha reso la distribuzione del rischio più opaca per il mercato, per i regolatori, per gli stessi operatori⁶⁶. In situazioni come queste, la credibilità delle istituzioni è fondamentale per guidare le aspettative dei mercati e dei risparmiatori e riacquistare la fiducia. D'altronde, anche la coerenza nell'affrontare le questioni tecniche è uno dei pilastri su cui si regge la loro credibilità.

⁶⁵ Sul punto v. M. Rescigno, Il prodotto è tossico: tenere lontano dalla portata dei bambini, in AGE 2009, 1, p. 145 ss.

⁶⁶ Cfr. F. Vella, Il rischio: questo sconosciuto, in AGE 2009, 1, p. 161 ss. In proposito v. pure G. Rossi, Per uscire dalla crisi ascoltiamo il diritto, in La Repubblica, 26 settembre 2009, ove si afferma testualmente: “il sistema dei derivati e dei vari strumenti di cartolarizzazione dei rischi di credito, che il leverage degli operatori ha moltiplicato a dismisura, ha creato una massa informe e incontrollata di titoli, non solo opachi, ma sovente nel loro contorto sviluppo incomprensibili, trattati in mercati non regolamentati e quindi al di fuori di ogni conoscenza e vigilanza”.

