

FOCUS. I PARADOSSI DELLE MISURE ANTI-PANICO

Lo stop alle vendite allo scoperto aumenta la volatilità

Un'azione tracolla? Basta vietare le vendite allo scoperto degli operatori e la caduta si arresta, come per magia. Così sembrano pensare le autorità di controllo dei mercati, che a più riprese negli ultimi 10 anni hanno bandito lo short-selling su determinati strumenti quotati e in qualche caso anche sull'intero listino di Borsa. Non sempre però i risultati sono soddisfacenti, spesso anzi questi interventi risultano controproducenti, perché al contrario delle intenzioni dei regolatori finiscono addirittura per aumentare la volatilità e soprattutto la probabilità di insolvenza delle società che si vuole proteggere, in particolare di quelle che operano nel settore bancario.

A dimostrarlo è uno studio pubblicato dall'European Systemic Risk Board (Esrb) - l'organizzazione guidata da Mario Draghi e che dal 2010 ha il compito di sorvegliare il sistema finanziario Ue e di prevenire i rischi sistemici - nel quale si analizzano gli interventi imposti durante la crisi subprime del 2008-2009 e in quella successiva del debito pubblico del 2011-2012. «Al contrario di quanto ci si potrebbe aspettare, le istituzioni finanziarie sulle cui azioni sono stati applicati divieti alle vendite allo scoperto hanno sperimentato un incremento delle probabilità di default e della volatilità quando le si confronta con società di caratteristiche simili che non sono state però oggetto di provvedimenti del genere, e l'effetto è stato ancora più marcato per le istituzioni più vulnerabili», spiegano Marco Pagano e Saverio Simonelli dell'Università Federico II di Napoli, curatori della ricerca con Alessandro Beber e Daniela Fabbri della Cass Business School.

Analizzando variabili quali i rendimenti, la loro volatilità, ma anche le probabilità di fallimento su un orizzonte temporale di 3 mesi e i prezzi dei credit default swap su un paniere di 15.983 azioni nella prima crisi e di 17.586 azioni nell'episodio successivo provenienti da 25 paesi rappresentativi del mondo sviluppato, gli autori hanno concluso che la sospensione ha esercitato un ruolo destabilizzante in via generale e in particolare sulle azioni finanziarie.

In alcuni casi limite, per esempio l'applicazione del divieto di covered short-selling durante la crisi 2011-2012, le probabilità di default stimate per le banche sono risultate otto volte più elevate rispetto a quelle rilevate sugli altri titoli oggetto del provvedimento. «Il mercato - sottolineano ancora Pagano e Simonelli - può aver letto l'imposizione di divieti come un segnale del fatto che le autorità regolamentari siano in possesso di informazioni di gran lunga ancora più negative sulla solvibilità delle società, specialmente delle banche, di quanto non siano a disposizione del pubblico».

L'opinione degli autori non riflette necessariamente la posizione dell'Esrb, ma il fatto che sia stata pubblicata proprio da chi ha un ruolo rilevante nella sorveglianza del sistema bancario non è certo privo di significato. Ed altrettanto evidente è il paradossale effetto destabilizzante di un provvedimento adottato proprio per evitare che gli istituti di credito finiscano sotto pressione e si trovino quindi ad affrontare difficoltà nel funding o addirittura una fuga dai depositi della clientela.

Lo studio Esrb non analizza gli episodi più recenti, che invece appaiono in una ricerca targata Esma (European Securities Markets Authority) e che riguardano in Europa divieti applicati in Italia (28 fra il 2013 e il 2016, compresi quelli ripetuti relativi a Monte dei Paschi) e Portogallo (18, due terzi dei quali su banche). Le conclusioni a cui giunge la massima autorità di controllo dei mercati finanziari del Vecchio Continente sono forse meno negative, ma non possono certo definirsi incoraggianti.

Riguardo alla volatilità, per esempio, Esma rileva che si apprezza una riduzione del fenomeno rispetto al picco pre-sospensione, ma che «non esiste una forte evidenza» che ciò sia effettivamente legato all'adozione del provvedimento. Lo stesso vale per la liquidità, e

LO STUDIO ESRB Per i gruppi finanziari oggetto di divieto un incremento delle probabilità di default rispetto ai competitor

anche sui prezzi «non si riescono ad apprezzare impatti statisticamente significativi». Il caso Mps, che ha continuato a deprezzarsi nei confronti del resto di Piazza Affari nonostante i ripetuti stop allo short-selling imposti nel 2016, conferma come il provvedimento non sia riuscito a stabilizzare i rendimenti del titolo: il sospetto che proibire le vendite allo scoperto sia del tutto inutile, se non addirittura dannoso, resta dunque in piedi.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

Maximilian Cellino