

L'intervento. Un tagliando alle regole di Borsa

**Con lo sviluppo
dell'algotrading
è necessario evitare
disparità tra mercati
che offrano opportunità
di arbitraggi
regolamentari o fiscali**

GIOVANNI SABATINI*

In due recenti articoli pubblicati su *Avenire*, Lorenzo Becchetti e Antonio Patuelli, presidente dell'Abi, hanno invitato a una riflessione sugli effetti delle strategie speculative alla luce delle opportunità offerte dalle nuove tecnologie e dei mutamenti nella microstruttura dei mercati mobiliari.

Il dibattito sulla regolamentazione delle strategie di negoziazione speculative e sui loro effetti sul processo di formazione dei prezzi non è nuovo e di volta in volta ha trovato risposte regolamentari più o meno adeguate alle condizioni dei mercati, della tecnologia, delle esigenze degli investitori e del più generale interesse della tutela dell'integrità dei mercati.

I sostenitori della posizione avversa a una regolamentazione delle attività speculative sostengono che la speculazione è necessaria a migliorare la liquidità del mercato; lo speculatore infatti si porrebbe in contropartita di chi fonda le sue decisioni sull'analisi dei fondamentali dei titoli consentendo una più veloce esecuzione degli ordini. In questa visione l'effetto della speculazione sarebbe sostanzialmente neutro, al più produrrebbe temporanei disallineamenti dei prezzi di mercato dai valori fondamentali del titolo che però verrebbero rapidamente eliminati.

Tuttavia esistono strategie speculative che in determinate condizioni possono causare l'innescarsi di spirali ribassiste che provocano divaricazioni dei prezzi di borsa dai valori fondamentali non più temporanee a causa di comportamenti imitativi da parte degli altri operatori che possono giungere a fenomeni di "vendite da panico" con conseguenti rischi sistemici. In questo contesto un tema più volte affrontato è stato quello delle regolamentazioni delle vendite allo scoperto, cioè operazioni in cui il venditore non possiede il titolo oggetto della vendita sperando di riacquistarlo successivamente a prezzi più bassi e quindi ottenendo un profitto, per adempiere agli obblighi di consegna in sede di liquidazione lo speculatore prende in prestito il titolo, prestito che successi-

vamente chiuderà al momento dell'acquisto.

In Italia nel vecchio mondo dei mercati alle grida e delle liquidazioni a termine, quando cioè il saldo di tutte le transazioni concluse in un mese borsistico veniva regolato il giorno di liquidazione, di fatto si poteva operare senza avere titoli e contante sperando che il saldo netto delle compravendite eseguite nel ciclo mensile di borsa consentisse di ottenere un utile per la parte contante e nessun obbligo di consegna per la parte titoli. Nel caso in cui le cose però non fossero andate come previsto l'operatore che non era in grado di consegnare i titoli che aveva venduto o di pagare i titoli che aveva acquistato poteva essere dichiarato insolvente e fallire.

Nel 1981 si verificò una delle peggiori crisi borsistiche vissute in Italia, si arrivò a chiudere la Borsa per alcuni giorni con il rischio di una crisi sistemica. L'allora neonata Consob, guidata dal presidente Guido Rossi, alla riapertura dei mercati adottò una delibera, la delibera 929 del 1981, che - proprio per limitare gli eccessi speculativi resi possibili dal ciclo di borsa a termine - imponeva l'obbligo di un deposito (inizialmente fissato al 30% e poi portato, con successive modifiche, fino al 100%) a garanzia del corretto adempimento degli obblighi in sede di liquidazione. Era una piccola goccia in un mare ancora completamente non regolamentato (si pensi che la prima legge sull'insider trading sarebbe arrivata dieci anni dopo, con la legge 157 del 1991), ma ebbe importanti effetti positivi.

Se andiamo a guardare oltre Oceano, negli Stati Uniti, la Sec ha adottato una serie di norme volte a limitare gli effetti negativi delle vendite allo scoperto, riconoscendo che se queste sono effettuate su un mercato orientato al ribasso possono essere destabilizzanti.

Se andiamo a guardare oltre Oceano, negli Stati Uniti, la Sec ha adottato una serie di norme volte a limitare gli effetti negativi delle vendite allo scoperto, riconoscendo che se queste sono effettuate su un mercato orientato al ribasso possono essere destabilizzanti.

Per evitare questi effetti è prevista la cosiddetta "up tick rule" che impedisce di effettuare vendite allo scoperto qualora il prezzo del titolo su cui si vorrebbe effettuare la vendita abbia avuto una variazione supe-



riore al 10% rispetto al prezzo della seduta precedente.

Oggi la struttura dei mercati si è enormemente complicata, grazie alle tecnologie possono essere implementate strategie di negoziazioni con possibilità di inserire, modificare, cancellare migliaia di ordini nel giro di frazioni di secondo. Si parla di trading ad alta frequenza, strategie in cui gli operatori cercano di sfruttare le inefficienze del mercato minimizzando la rischiosità attraverso un'estrema parcellizzazione della durata temporale delle operazioni stesse. Anche in questo caso la valutazione degli effetti di tali strategie sull'integrità del processo di formazione dei prezzi è controversa e la letteratura non fornisce evidenze univoche anche se in determinate situazioni tali strategie – al pari delle vendite allo scoperto – possono spingersi fino a creare artificialmente opportunità speculative potendo causare perdite agli altri partecipanti al mercato.

L'estrema volatilità mostrata dai mercati nel 2016 richiede alle Autorità pubbliche in primis, ma anche agli operatori, una analisi dell'adeguatezza delle regole oggi esistenti (o non esistenti) per la tutela dei mercati e degli investitori. Tale analisi deve estendersi a tutti gli aspetti che incidono sull'operatività del mercato, inclusi quelli fiscali, e, in una logica europea e globale, deve anche mirare a evitare che si determinino condizioni di disparità tra mercati che offrano opportunità di arbitraggi regolamentari o fiscali. Dunque è auspicabile che l'invito di Becchetti e [Patuelli](#) sia presto raccolto.

**Direttore generale*

[Associazione bancaria italiana \(Abi\)](#)

© RIPRODUZIONE RISERVATA



[Giovanni Sabatini](#)