

PUBBLICAZIONE TRIMESTRALE

ISSN: 2279-9737

**Rivista**  
**di Diritto Bancario**

dottrina  
e giurisprudenza  
commentata

LUGLIO/SETTEMBRE

2020

[rivista.dirittobancario.it](http://rivista.dirittobancario.it)

## **DIREZIONE**

DANNY BUSCH, GUIDO CALABRESI, PIERRE-HENRI CONAC,  
RAFFAELE DI RAIMO, ALDO ANGELO DOLMETTA, GIUSEPPE FERRI  
JR., RAFFAELE LENER, UDO REIFNER, FILIPPO SARTORI,  
ANTONELLA SCIARRONE ALIBRANDI, THOMAS ULEN

## **COMITATO DI DIREZIONE**

FILIPPO ANNUNZIATA, PAOLOEFISIO CORRIAS, MATTEO DE POLI,  
ALBERTO LUPOI, ROBERTO NATOLI, MADDALENA RABITTI,  
MADDALENA SEMERARO, ANDREA TUCCI

## **COMITATO SCIENTIFICO**

STEFANO AMBROSINI, SANDRO AMOROSINO, SIDO BONFATTI,  
FRANCESCO CAPRIGLIONE, FULVIO CORTESE, AURELIO GENTILI,  
GIUSEPPE GUIZZI, BRUNO INZITARI, MARCO LAMANDINI, DANIELE  
MAFFEIS, RAINER MASERA, UGO MATTEI, ALESSANDRO  
MELCHIONDA, UGO PATRONI GRIFFI, GIUSEPPE SANTONI,  
FRANCESCO TESAURO+

### **COMITATO ESECUTIVO**

ROBERTO NATOLI, FILIPPO SARTORI, MADDALENA SEMERARO

### **COMITATO EDITORIALE**

GIOVANNI BERTI DE MARINIS, ANDREA CARRISI, GABRIELLA CAZZETTA, ALBERTO GALLARATI, EDOARDO GROSSULE, LUCA SERAFINO LENTINI (SEGRETARIO DI REDAZIONE), PAOLA LUCANTONI, UGO MALVAGNA, ALBERTO MAGER, MASSIMO MAZZOLA, EMANUELA MIGLIACCIO, FRANCESCO PETROSINO, ELISABETTA PIRAS, FRANCESCO QUARTA, CARMELA ROBUSTELLA, GIULIA TERRANOVA

### **COORDINAMENTO EDITORIALE**

UGO MALVAGNA

### **DIRETTORE RESPONSABILE**

FILIPPO SARTORI

## **NORME PER LA VALUTAZIONE E LA PUBBLICAZIONE**

LA RIVISTA DI DIRITTO BANCARIO SELEZIONA I CONTRIBUTI OGGETTO DI PUBBLICAZIONE SULLA BASE DELLE NORME SEGUENTI.

I CONTRIBUTI PROPOSTI ALLA RIVISTA PER LA PUBBLICAZIONE VENGONO ASSEGNATI DAL SISTEMA INFORMATICO A DUE VALUTATORI, SORTEGGIATI ALL'INTERNO DI UN ELENCO DI ORDINARI, ASSOCIATI E RICERCATORI IN MATERIE GIURIDICHE, ESTRATTI DA UNA LISTA PERIODICAMENTE SOGGETTA A RINNOVAMENTO.

I CONTRIBUTI SONO ANONIMIZZATI PRIMA DELL'INVIO AI VALUTATORI. LE SCHEDE DI VALUTAZIONE SONO INVIATE AGLI AUTORI PREVIA ANONIMIZZAZIONE.

QUALORA UNO O ENTRAMBI I VALUTATORI ESPRIMANO UN PARERE FAVOREVOLE ALLA PUBBLICAZIONE SUBORDINATO ALL'INTRODUZIONE DI MODIFICHE AGGIUNTE E CORREZIONI, LA DIREZIONE ESECUTIVA VERIFICA CHE L'AUTORE ABBAIA APPORTATO LE MODIFICHE RICHIESTE.

QUALORA ENTRAMBI I VALUTATORI ESPRIMANO PARERE NEGATIVO ALLA PUBBLICAZIONE, IL CONTRIBUTO VIENE RIFIUTATO. QUALORA SOLO UNO DEI VALUTATORI ESPRIMA PARERE NEGATIVO ALLA PUBBLICAZIONE, IL CONTRIBUTO È SOTTOPOSTO AL COMITATO ESECUTIVO, IL QUALE ASSUME LA DECISIONE FINALE IN ORDINE ALLA PUBBLICAZIONE PREVIO PARERE DI UN COMPONENTE DELLA DIREZIONE SCELTO RATIONE MATERIAE.

**SEDE DELLA REDAZIONE**

UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI TRENTO, FACOLTÀ DI GIURISPRUDENZA, VIA VERDI 53,  
(38122) TRENTO – TEL. 0461 283836



## **Short-selling e crisi pandemica: la prospettiva regolatoria nel mercato azionario**

**SOMMARIO:** 1. Esordio del Covid-19 e instabilità dei prezzi nel mercato azionario: le misure restrittive in materia di *short-selling*. – 2. Struttura e funzione delle operazioni di vendita allo scoperto e incidenza sui meccanismi di formazione del prezzo delle azioni: il c.d. *informational negative activism*. – 3. La prospettiva regolatoria: i doveri di trasparenza e divieto di *naked short-selling*. – 4. *Short and distort*: i poteri di intervento delle autorità di vigilanza in circostanze eccezionali.

### *1. Esordio del Covid-19 e instabilità dei prezzi nei mercati finanziari: le misure restrittive in materia di short selling*

L'emergenza Covid-19 ha fortemente inciso sulle dinamiche del mercato finanziario provocando, nei giorni immediatamente successivi ai provvedimenti di *lockdown* estesi progressivamente su scala globale, profonde incertezze nelle condotte degli investitori riflesse nella instabilità dei prezzi di negoziazione degli strumenti finanziari, accendendo, non solo in Europa, il dibattito sulla opportunità di una misura drastica di *shut down* anche dei mercati regolamentati<sup>1</sup>.

Al fine di contenere la volatilità dei mercati e la spirale ribassista sui prezzi delle partecipazioni azionarie, in linea con la prospettiva regolatoria adottata durante le crisi dei mercati finanziari del 2008<sup>2</sup>,

---

<sup>1</sup> Nel contesto nordamericano si veda la petizione presentata alla *Securities and Exchange Commission* da J.C. COFFEE – J. MITTS, *Petition for Rulemaking on Short and Distort*, February 16, 2020. Sul tema anche A. ANDHOV, *Covid-19: Should We Close Stock Exchanges?*, in *Oxford Business Law Blog*, April 24, 2020.

<sup>2</sup> La crisi di Lehman Brothers del settembre 2008, ed il conseguente collasso del mercato finanziario, ha spinto le autorità di vigilanza di alcuni paesi, tra cui Germania, Francia, Gran Bretagna ma anche USA, all'adozione di misure restrittive temporanee o permanenti sulle vendite allo scoperto. Su questi temi cfr. E. FERRAN, *Crisis-Driven Regulatory Reform: Where in the World in the EU Going?*, in E. FERRAN – N. MOLONEY – J.G. HILL – J.C. COFFEE jr, *The Regulatory Aftermath of the Global Financial Crisis*, Cambridge, 2012, 1 ss. e L. ENRIQUES, "Regulators" Response to the Current Crisis and the Upcoming Reregulation of Financial Markets: One Reluctant Regulator's View, in *U. PA. Journal of International Law* 1147, 2009. La crisi ha, altresì, stimolato il dibattito sulla necessità dell'introduzione, nel contesto

l'attenzione delle autorità di vigilanza si è diretta sulle operazioni di *short-selling*<sup>3</sup>. In particolare, sulla considerazione che le vendite allo scoperto enfatizzano la discesa dei prezzi di mercato e minano la fiducia degli investitori, le autorità di vigilanza europee hanno esercitato i poteri, previsti nel Regolamento *Short Selling*, di adottare temporanee misure volti di rafforzamento della trasparenza volti restrittive in materia di posizioni nette corte<sup>4</sup>.

In tema di trasparenza, l'ESMA, con provvedimento del 16 marzo 2020, ha introdotto un obbligo temporaneo di notifica alle autorità competenti delle esposizioni nette corte uguali o superiori alla soglia dello 0,1 % del capitale sociale di emittenti con azioni ammesse alle negoziazioni in un mercato regolamentato<sup>5</sup>.

Quanto alle misure restrittive, al fine di contenere la volatilità dei mercati delle partecipazioni azionarie nelle 48 società quotate al Mercato Telematico Azionario (MTA) di Borsa Italiana, il 17 marzo 2020, la Consob, in linea con la posizione assunta dalle autorità di

---

europeo, di una regolamentazione del fenomeno dello *Short Selling*, conclusosi con l'emanazione del Regolamento n. 236/2012 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 14 marzo 2012, relativo alle vendite allo scoperto e a taluni aspetti dei contratti derivati aventi ad oggetto la copertura del rischio di inadempimento dell'emittente (*credit default swap*), G.U.U.E. L 86/1 [2012], d'ora in poi Regolamento *Short-Selling*. Per un primo commento al Regolamento cfr. J. PAYNE, *The Regulation of Short Selling and Its Reforms in Europe*, in *Eu. Bus. L. Rev.* 413, 2012.

<sup>3</sup> In particolare, dal 6 al 12 marzo 2020 le posizioni corte nette in azioni di società quotate al mercato telematico azionario di Borsa Italiana, comunicate alla Consob, sono aumentate del 22,35 % come si legge dai dati riportati in S. ALDERIGHI – P. GURROLA-PEREZ, *What does academics research say about short-selling bans?*, World Federation of Exchanges, London, April 2020, 2.

<sup>4</sup> Sul tema v. L. ENRIQUES - M. PAGANO, *Emergency measures for equity trading: the case against short-selling bans and stock exchange shutdowns*, in *Pandemic Crisis and Financial Stability*, C.V. GORTOS – W.G. RINGE (a cura di), European Banking Institute, 2020, p. 413 ss. e S. RAMELLI – A. F. WAGNER, *Feverish Stock Price Reaction to COVID-19*, in *Research Paper Series N. 12*, SWISS FINANCE INSTITUTE, 2020.

<sup>5</sup> Così ESMA, *Decision of 16 March 2020 to require natural or legal persons who have net short positions to temporarily lower the notification thresholds of net short positions in relation to the issued shares capital of companies whose shares are admitted to trading on a regulated market above a certain threshold to notify the competent authorities in accordance with point (a) of Article 28(1) of Regulation (EU) No 236/2012 of the European Parliament and of the Council*, 16 March 2020, ESMA-155-9546.

vigilanza in Austria, Belgio, Francia, Grecia e Spagna, ha introdotto, con la delibera n. 21303, il divieto alle vendite allo scoperto e altre posizioni “ribassiste” ai sensi dell’art. 20 del Regolamento n. 236/2012, dopo aver ricevuto il parere positivo dell’ESMA<sup>6</sup>. Nella medesima prospettiva regolatoria si sono mosse, altresì, adottando misure analoghe<sup>7</sup>. Alla luce della progressiva normalizzazione delle condizioni generali di mercato, la Consob, in consultazione con l’ESMA e con le autorità di vigilanza dei paesi europei menzionati, in data 18 maggio, con delibera 21367, ha disposto la sospensione del divieto di posizioni corte nette sui titoli azionari del mercato regolamentato italiano.

L’occasione è così favorevole per una riflessione sistematica sull’incidenza delle operazioni di vendita allo scoperto sull’integrità dei mercati finanziari e sui meccanismi di formazione del prezzo dei titoli negoziati.

## *2. Struttura e funzione delle operazioni di vendita allo scoperto e incidenza sui meccanismi di formazione del prezzo delle azioni: il c.d. informational negative activism.*

L’espressione *short-selling* identifica una tecnica di negoziazione sul mercato regolamentato utilizzata dagli investitori che ipotizzano una caduta dei prezzi dei titoli<sup>8</sup>. Si tratta strutturalmente di un negozio a formazione progressiva, nel contesto del mercato regolamentato, di

---

<sup>6</sup> Cfr. ESMA, *Opinion of the European Securities and Markets Authority of 17 March 2020 on proposed emergency measure by Commissione Nazionale per le Società e la Borsa under Section 1 of Chapter V of Regulation (EU) No 236/2012*, 17 Marzo 2020, ESMA70-155-9565. Contestualmente la Consob, al fine di rafforzare la trasparenza degli assetti proprietari delle società quotate, ha adottato, sempre in data 17 marzo 2020, con delibera n. 21304 il provvedimento che, ai sensi dell’art. 120, co. 2-bis t.u.f., fissa la soglia al superamento della quale scatta l’obbligo di comunicare la partecipazione nelle quotate all’1% per le società non PMI e al 3 % per le PMI.

<sup>7</sup> Cfr. ESMA, *Non-Renewal and Termination of short selling bans by Austrian FMA, Belgian FSMA, French AMF, Greek HCMC, Italian Consob and Spanish CNMV*, 18 Maggio 2020.

<sup>8</sup> In argomento v. J. ARMOUR, P. DAVIES, L. ENRIQUES, J.N. GORDON, C. MAYER, J. PAYNE, *Principles of Financial Regulation*, Oxford, 2016, 194 ss. Il termine è invero polisemico, soprattutto se letto nella prospettiva di una sua regolamentazione. Sui diversi significati che l’espressione *Short-Selling* assumeva, prima del regolamento europeo, si veda l’indagine IOSCO illustrata in IOSCO *Technical Committee, Regulation of Short Selling: Consultation Report*, March 2009, 24 ss.

vendita di un titolo azionario (o di un titolo di debito) di cui la parte non ha la titolarità al momento della conclusione del contratto di vendita, e che consta di vari momenti che si atteggianno diversamente a seconda che la modalità di esecuzione sia “*covered*” ovvero “*naked*”.

Nel caso di *covered short-selling*, la parte che intende assumere una “posizione corta” sul mercato, (i) stipula dapprima un accordo con un terzo avente ad oggetto la disponibilità dei titoli, (ii) successivamente immette l’ordine di vendita dei medesimi titoli sul mercato regolamentato, (iii) ed infine utilizza i titoli per il regolamento dell’operazione di borsa. Nella modalità “*naked*”, invece, il soggetto procede all’immissione dell’ordine di vendita dei titoli senza aver preventivamente concluso l’accordo di prestito sui titoli stessi; ciò è reso possibile perché il c.d. regolamento delle negoziazioni in strumenti finanziari, ossia i giorni che intercorrono per il trasferimento degli strumenti ad una parte e l’accredito delle somme di denaro all’altra (c.d. *delivery v/payment*), varia in base alla tipologia di strumento finanziario negoziato, da 1 a 3 giorni<sup>9</sup>. Sicché la parte che assume la posizione corta può contare su un arco di tempo successivo all’immissione dell’ordine di vendita per entrare nella titolarità degli strumenti finanziari oggetto dello *short-selling*.

Sotto il profilo funzionale, la specialità di siffatta operazione - identificata con il neologismo di “*negative activism*” - risiede nella circostanza che, se in ipotesi di *positive activism* l’investitore che assume una posizione c.d. lunga (ossia di piena disponibilità dei titoli) lucra nei casi di aumento del prezzo del mercato dei titoli stessi, potendo difatti nella rivendita sul mercato secondario incassare la differenza tra prezzo originario di acquisto e prezzo incrementato di vendita, nei casi di *short-selling*, invece, il guadagno dell’investitore che assume una posizione c.d. corta origina proprio dalla svalutazione del prezzo di mercato dei titoli, che permette il regolamento dell’operazione di vendita allo scoperto attraverso l’acquisto sul mercato dei titoli ad un prezzo inferiore<sup>10</sup>. Ne risulta così che, al pari delle operazioni in derivati, nella prospettiva teleologica, lo *short-seller*

---

<sup>9</sup> Il c.d. *settlement period* si indica con l’espressione T+1, T+2, o T+3 a seconda dei giorni di durata.

<sup>10</sup> Il neologismo cui si fa riferimento nel testo si deve a B.B. BLISS, P. MOLK, F. PARTNOY, *Negative Activism*, in *Legal Studies Research Paper Series* n. 19, University of Florida Levin College of Law, 2019.

opera le scelte di investimento per pura speculazione o per copertura di posizioni lunghe nei medesimi titoli.

Come noto, in un mercato dei capitali efficiente, il prezzo inteso come valore di scambio di un'azione può considerarsi "corretto" (e così il relativo meccanismo di formazione del prezzo può definirsi efficiente), nella misura in cui (per approssimazione a cifre vicine allo zero) si avvicina al c.d. valore fondamentale, inteso come l'attualizzazione, al momento della scelta, delle utilità soggettive ritraibili dall'investitore in termini di flussi monetari provenienti dall'attività d'impresa<sup>11</sup>. Nel caso delle azioni, il mercato, difatti, tramite il prezzo, «opera una *valutazione di secondo grado*» che quantifica il rischio dell'investimento secondo due parametri rappresentati da (i) i profili soggettivi dell'emittente (ii) e i profili oggettivi dello strumento finanziario, che si determinano in base all'inventario dei diritti in esso incorporati<sup>12</sup>. Con l'espressione «efficienza informativa» del mercato dei capitali, meglio nota con l'acronimo *EMH* tratto dall'espressione *efficient market hypothesis*<sup>13</sup>,

---

<sup>11</sup> Per la distinzione tra "valore di scambio" e "valore fondamentale", riferito alle partecipazioni azionarie, a sottolineare la duplicità della natura delle azioni, nella prospettiva esterna del mercato che ne fa un oggetto di circolazione e, nella prospettiva interna che guarda al contenuto organizzativo, cfr. C. ANGELICI, *La società per azioni, I, Principi e problemi*, in *Tratt. Cicu-Messineo*, Milano, 2012, 526 ss.; C. ANGELICI, *Su mercato finanziario, amministratori e responsabilità*, cit., in *Riv. dir. comm.*, 2010, I, 1 ss. Nello stesso senso M. MAUGERI, *Lo statuto delle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio*, in *Il Testo Unico finanziario, Mercati ed emittenti*, vol. 2, diretto da M. Cera - G. Presti, Bologna, 2020, 1227 ss., in particolare 1229; M. MAUGERI, *Partecipazione sociale, quotazioni di borsa e valutazione delle azioni*, cit., in *Riv. dir. comm.*, 2014, I, 93 ss.; e M. MAUGERI-H. FLEISCHER, *Problemi giuridici in tema di valutazione delle azioni del socio recedente: un confronto tra diritto tedesco e diritto italiano*, in *Riv. dir. soc.*, 2013, 94 ss.

<sup>12</sup> Così G. FERRI jr., *Investimento e conferimento*, Milano, 2001, 197. L'Autore a pagina 189 osserva come se il sistema del codice considera la partecipazione azionaria innanzitutto come uno «strumento di investimento», nella regolamentazione del mercato finanziario viene al contrario intesa tendenzialmente in termini di «oggetto di scambio» e dunque oggetto di «un sistema di scambi» che è il mercato. Su questi temi già P. FERRO-LUZZI, *Riflessioni sulla Riforma: I: La società per azioni come organizzazione del finanziamento dell'impresa*, in *Riv. dir. comm.*, 2005, I, 673 ss.

<sup>13</sup> Come noto, la tesi della efficienza del mercato dei capitali è stata introdotta nel dibattito dottrinario da E. F. FAMA, *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, in *Journal of Finance* 383, 1970. La forma *debole* di efficienza assume che i prezzi degli strumenti finanziari riflettano tutte le informazioni

si è inteso così riferirsi all'idoneità del prezzo (che, si ripete, rappresenta il valore di scambio) degli strumenti finanziari ad esprimere un giudizio sul valore (stavolta fondamentale) dell'investimento nel mercato finanziario per consentire, all'investitore, di assumere una decisione in ordine alla destinazione del proprio risparmio. In altre parole, si verrebbe a realizzare quella «situazione cioè in cui il mercato è in grado di apprezzare le informazioni in esso disponibili; in cui in sostanza, il prezzo è idoneo a rifletterle»<sup>14</sup>.

In tale contesto, la posizione dominante in dottrina, supportata anche da evidenze empiriche, è nel senso di ritenere che, in situazioni ordinarie, nelle ipotesi in cui il prezzo di mercato di un'azione sia sopravvalutato l'attività degli *short-sellers*, quale forma qualificata di *informed traders* - di norma investitori istituzionali - contribuisca

---

disponibili al pubblico nel periodo precedente ma non siano in grado di assorbire le nuove informazioni non ancora disponibili. In aggiunta, sempre in ipotesi di efficienza debole, si presume che le informazioni storiche sui prezzi, volumi e rendimenti delle negoziazioni degli strumenti finanziari non siano in grado di fornire una previsione attendibile sui prezzi futuri. La forma *semi forte* della teoria dell'efficienza del mercato dei capitali incorpora i postulati della forma debole e aggiunge la considerazione che i prezzi si aggiustano velocemente alla comparsa di nuove informazioni sul mercato stesso; ne risulta così un aggiornamento continuo dei prezzi di mercato dei prodotti finanziari. La versione *forte* di efficienza informativa si spinge oltre considerando che il prezzo di mercato sia in grado di incorporare tutte le informazioni, non solo quelle disponibili pubblicamente nel tempo ma anche quelle riservate ad un delimitato gruppo di soggetti. La versione forte di efficienza porta così a negare che eventuali *insiders* possano estrarre benefici privati dallo sfruttamento di informazioni riservate. Per una indagine sui meccanismi effettivi con cui l'informazione viene assorbita nel prezzo v. R. GILSON – R. KRAAKMAN, *The mechanism of market efficiency*, in *Virginia Law Review*, 549 (1984), e più di recente sempre gli stessi autori *The mechanisms of market efficiency twenty years later: the hindsight bias*, in *Journal of Corporation Law* 717, 2003. Su questi temi si veda anche D.C. LANGEVOORT, *Theories, Assumptions, and Securities Regulation: Market Efficiency Revisited*, in *U. PA. L. Rev.*, 1992, 851; W.A. KLEIN – J.C. COFFEE jr., *Business Organization and Finance*, Westbury, New York, 1996, 392 ss.; M. RUBINSTEIN, *Rational Markets: Yes or No? The Affirmative Case*, in *Financial Analysts Journal*, 2001, 15.

<sup>14</sup> Così C. ANGELICI, *Note in tema di informazione*, cit., 251. Da ciò, si è osservato, discendono quattro corollari: (i) «il prezzo diviene il segnale che per così dire incorpora le informazioni presenti sul mercato»; (ii) «il prezzo rappresenta esso stesso un'informazione»; (iii) «il prezzo è in grado di variare solo a seguito di nuove informazioni al momento non conosciute»; (iv) e variazioni di prezzo «non sono definizioni prevedibili».

all'efficienza informativa del mercato, stimolando progressivi aggiustamenti del "valore di scambio" verso il "valore fondamentale"<sup>15</sup>. In altre parole, il "pessimismo" che l'operazione in questione indirettamente esprime sull'andamento del titolo verrebbe a rappresentate, sotto il profilo dell'efficienza informativa, una informazione rilevante sul titolo che si traduce in un aggiustamento, ancorché al ribasso, del titolo stesso.

Di contro, le potenzialità eversive della tecnica di negoziazione descritta risiedono nel fatto che l'investitore al dettaglio, che nelle scelte di investimento sconta dissonanze cognitive nel processare le informazioni, seguendo gli aggiustamenti al ribasso del prezzo stimolati dagli *short-sellers*, sia spinto, mosso da un c.d. *herding behavior*, al

---

<sup>15</sup> In altre parole, proprio la abilità degli *short-sellers* di processare le informazioni sugli emittenti e sui titoli oggetto delle negoziazioni, superiore rispetto anche a quella dei (invero spesso troppo) ottimisti *financial analysts*, porterebbe, attraverso le vendite allo scoperto, all'aggiustamento dei prezzi attraverso una loro diminuzione, ripristinando così l'efficienza informativa del mercato. Su questi temi v., tra i primi, E.M. MILLER, *Risk, Uncertainty and Divergence of Opinion*, *Journal of Finance*, 1977, 1151. Gli studi più approfonditi sul tema si devono, tuttavia, a M. B. FOX – L.R. GLOSTEN – P.C. TETLOCK, *Short Sellers and the News: A preliminary Report on an Empirical Study*, in *New York Law School Law Review*, 2010, 646, i quali, mossi verso l'esplorazione di «*the so far unexplored relationship between short selling in an issuer's shares and news about the issuer in the time immediately surrounding such transactions*», avvalendosi di una indagine empirica, individuano tre categorie di *short-sellers*, che rispondono a differenti prospettive funzionali dell'operazione in esame. Da lato, (i) gli «*short sellers who have obtained confidential information that an issuer is about to make a negative announcement*»; poi (ii) «*short sellers who, after their sales, spread false stories that generate negative news*»; ed infine (iii) «*short sellers who, through gathering and analyzing publicly available data, have detected that price exceeds fundamental value and, after their sales, spread their true conclusions about this disparity, thereby also generating negative news*». L'attività, nei primi due casi, è qualificabile come manipolazione del mercato e così sanzionabile; mentre nel terzo caso di fatto si risolverebbe in un incremento dell'efficienza informativa del mercato stesso.

Sul tema v., altresì, M.S. DRAKE – L. LEES – E.P. SWANSON, *Should Investor Follow the Prophets or the Bears? Evidence on the Use of Public Information by Analysts and Short Sellers*, in *The Accounting Review*, 2011, 101; J.M. KARPOFF – X. LOU, *Short Sellers and Financial Misconduct*, in *Journal of Finance* 1879 (2010), e da ultimo, con una ampia ricostruzione sul dibattito in dottrina sul tema, S. ALDERIGHI – P. GURROLA-PEREZ, *What does academics research say about short-selling bans?*, cit., 1 ss.

disinvestimento della categoria delle azioni “shortate”, contribuendo così ad una spirale depressiva dei prezzi dei titoli in questione<sup>16</sup>.

### 3. La prospettiva regolatoria: i doveri di trasparenza di vigilanza e il divieto di naked short-selling.

La conformazione del mercato finanziario avviene, come noto, regolando, con norme proibitive, attributive e conformative, vuoi i requisiti dei soggetti partecipanti al mercato e degli oggetti in esso scambiati, vuoi le vicende modificative delle situazioni soggettive di cui risultano titolari i soggetti coinvolti nel mercato in relazione ai beni oggetto del mercato stesso<sup>17</sup>. L’attività del legislatore garantisce così quella razionalità del mercato, intesa come certezza delle regole del gioco, equiparabile alla libertà che «sul piano politico, è affidata alla libera circolazione delle idee e al sistema rappresentativo»<sup>18</sup>, mettendo a disposizione le strutture formali funzionali alle realizzazioni degli

---

<sup>16</sup> Sull’impatto dello *short-selling* sulla volatilità dei mercati in pendenza della crisi del 2008 cfr. E.G. FOX – M.B. FOX – R.J. GILSON, *Economic Crisis and the Integration of Law and Finance: The Impact of Volatility Spikes*, in *Columbia Law and Economics Working Paper*, n. 468, 2015. Per la considerazione che la spirale di depressione dei prezzi di mercato è stata, nella crisi del 2008, stimolata, più che dall’attività di *short-selling*, dalla «*rational investor response to bad news and socio-psychological reaction to falling prices*» v. E AVGOULEAS, *A New Framework for the Global Regulation of Short Sales: Why Prohibition is Inefficient and Disclosure Insufficient*, in *Stanford Journal of Law, Business & Finance*, 2010, 376-415 e E AVGOULEAS, *The Regulation of Short Sales Revised*, cit., in *Law and Financial Market Review*, 333, 2011.

<sup>17</sup> In altre parole, la polivalenza semantica del lemma «mercato» può essere condotta ad unità se, prescindendo dalla qualificazione tipologica dei prodotti offerti e di requisiti soggettivi dei partecipanti, dal lato della domanda e dell’offerta, si sposa la felice intuizione, che sconta una presa di posizione critica avverso le visioni giusnaturaliste di questa realtà pensata come animata dalla mano invisibile di smithiana memoria secondo cui il mercato è «*unità giuridica di relazioni di scambio*». Così N. IRTI, *Diritto e mercato*, in *Il dibattito sull’ordine giuridico del mercato* (AA. VV.), Roma-Bari, 1999, XIV. Sul tema cfr., altresì, G. GUIZZI, voce «Mercato finanziario», in *Enc. dir.*, agg. V, Milano, 2001, 744 ss., in particolare 747 ss., ove l’Autore fa ricorso alle nozioni di *personae*, *res*, *actiones* come categorie cui tratteggiare il sistema del mercato finanziario e ordinarne al suo interno lo statuto normativo.

<sup>18</sup> Così M. LIBERTINI, *Il mercato: i modelli di organizzazione*, in *Tratt. dir. comm. dir. pubb. ec.*, F. GALGANO (Diretto da), vol. III, Padova, 1979, 359.

interessi collettivi ma anche individuali dei soggetti partecipanti al mercato.

È possibile così scorgere due piani di analisi degli interventi conformativi del mercato che danno forma agli eventi di allocazione del risparmio, configurandoli come fatti giuridici nel mercato finanziario. Da un lato, il piano dell'interesse collettivo, inteso come l'interesse pubblico riconducibile alla collettività, ad un'ottimale allocazione del risparmio sul mercato, in funzione dello sviluppo del sistema economico; dall'altro, in una prospettiva marcatamente soggettiva, quello dell'interesse del singolo che accede al mercato finanziario. I modelli del mercato offrono così una diversa articolazione dei livelli della qualificazione dell'interesse collettivo e delle singole posizioni soggettive; i mezzi degli strumenti diretti a garantire la realizzazione di quegli interessi. In tale prospettiva, occorre interrogarsi sull'adeguatezza del sistema normativo ad assicurare protezione al risparmio diffuso, da considerarsi non solo in senso oggettivo, come ricchezza accumulata e destinata ad essere «produttivamente impiegata», ma soprattutto in una accezione soggettiva, indirizzandosi a tutelare non solo il risparmio come bene in sé ma «piuttosto il risparmiatore»<sup>19</sup>.

Alla luce della premessa di sistema appena proposta, il Regolamento *Short-Selling*, da un lato (i) impone doveri di trasparenza agli investitori *short-seller*, imponendo la comunicazione dapprima all'autorità di vigilanza e successivamente al mercato del superamento di determinate soglie qualificate<sup>20</sup>. Il legislatore fissa le soglie in riferimento alle

---

<sup>19</sup> Così G. GUIZZI, *Attualità e prospettive nel sistema della tutela del risparmio*, in *Corriere giur.*, 2016, p. 745 ss., in part. p. 746. In argomento, da ultimo, G. LA ROCCA, *Buona fede e tutela dell'investitore tra la sentenza delle Sezioni Unite in materia di «nullità selettiva» e il sistema della MiFID II (ovvero l'obbligo di porgere l'altra guancia)*, in questa *Rivista*, 2020, II, 53 ss. in particolare a pagina 74, dove l'osservazione che «il risparmiatore è il finanziatore ultimo del sistema. È quello che ci mette i "soldi". Per questo il suo interesse è assolutamente preminente e conforma ormai per legge la stessa organizzazione dell'impresa di investimento. Ne segue che parlare di solidarietà di chi ha dato i soldi verso chi i soldi li ha presi violando le regole teoricamente "inderogabili" poste a favore del primo, può essere forse coerente col precetto evangelico di "porgere l'altra guancia", ma in una logica di mercato ha un certo qual sapore di curioso paradosso».

<sup>20</sup> Ai sensi dell'art. 5, §. 2, Regolamento *Short-Selling*, la soglia rilevante ai fini dell'insorgere dell'obbligo dell'investitore di notifica alle autorità di vigilanza è pari

posizioni corte “nette”, per tale intendendosi, ai sensi dell’art. 3, §. 4, la posizione che rimane dopo aver dedotto una posizione lunga detenuta in azioni dalla posizione corta detenuta nelle medesime azioni, operando così una valutazione di opportunità, e così di legittimità, delle operazioni di *short-selling* con finalità di copertura di operazioni lunghe. Dall’altro lato (ii), al fine di contenere i rischi di mancato regolamento delle negoziazioni, originate dall’impossibilità di reperire la disponibilità dei titoli sul mercato, il Regolamento *Short-Selling* restringe la possibilità di vendita allo scoperto ai soli casi di *covered short-selling*, nei quali l’investitore abbia la disponibilità dei titoli in riferimento ai quali assume la posizione corta<sup>21</sup>.

#### 4. Short and distort: *i poteri di intervento delle autorità di vigilanza in circostanze eccezionali*

In una prospettiva più marcatamente paternalistica, invece, si inseriscono i poteri di intervento che, a tutela dell’integrità del mercato, il Regolamento *Short-Selling* riconosce in circostanze eccezionali alle autorità nazionali e sovranazionali<sup>22</sup>.

---

allo 0,2, e ai successivi incrementi dello 0.1 %, per cento delle posizioni corte “nette” sui titoli azionari, per tale intendendosi, ai sensi dell’art. 3, §. 4, la posizione che rimane dopo aver dedotto una posizione lunga detenuta in azioni dalla posizione corta detenuta nelle medesime azioni. In riferimento al mercato, l’art. 6, § 2, la soglia di attivazione dell’obbligo di comunicazione è pari allo 0,5 per cento delle posizioni nette e successivi incrementi dello 0.1 %.

<sup>21</sup> Così art. 12 Regolamento *Short-Selling*. Definisce la nuova disciplina «*a welcome development*» E. HOWELL, *Short selling restrictions in the EU and the US: a comparative analysis*, in 16(2) *J. of Corp. Law Studies* 333, 2016. Sul tema cfr., altresì, R. VEIL, *European Capital Markets*, Oxford-Portland, 2<sup>nd</sup> ed., 2017, 459 ss. e N. MOLONEY, *EU Securities and Financial Markets Regulation*, Oxford, 3<sup>rd</sup> ed., 2014, 539 ss.

<sup>22</sup> Per la perdita della centralità della trasparenza tra gli strumenti a protezione dell’investitore cfr. N. MOLONEY, *How to protect investors. Lessons from EC and UK*, Cambridge, 2010, 288 ss., che sottolinea, denunciando una certa deriva paternalistica, come la risposta del legislatore europeo alla crisi finanziaria si sia giocata attraverso il rafforzamento dei *financial services requirements, product regulation, education, supervision, enforcement*. N. MOLONEY, *EU Financial Market Governance and the Retail Investor: Reflection at the Inflection Point*, cit., in 37 *Yearbook of European Law*, 2018, 251 ss., in particolare pagina 302 ss., sottolinea come l’intervento del legislatore dopo la crisi abbia assunto una direzione «*more interventionist, procedural, prudential, and technocratic*». Gli argomenti della Moloney sono ripresi,

Riguardo alle autorità nazionali, due sono i possibili piani di intervento, la cui attivazione è tuttavia subordinata alla preventiva notifica all'ESMA cui è riservata altresì una attività di coordinamento nell'ipotesi in cui le misure siano adottate da più autorità nazionali<sup>23</sup>. Da un lato, un inasprimento dei doveri di trasparenza al mercato o restrizioni alle vendite allo scoperto, subordinato ad una duplice prova di resistenza che (a) i fatti che costituiscono una «grave minaccia alla stabilità finanziaria o alla fiducia del mercato» di uno o più Stati membri; (b) la misura sia «necessaria per affrontare la minaccia e non avrà un effetto negativo sull'efficienza dei mercati finanziari, che risulti sproporzionato rispetto ai benefici»<sup>24</sup>. Dall'altro, se il prezzo del titolo ha subito una «diminuzione significativa»<sup>25</sup>, opera una forma di c.d.

---

con particolare enfasi sui tre profili della (i) informazione, (ii) regole di condotta e (iii) regolamentazione del prodotto da V. COLAERT, *Building blocks of investor protection: All-embracing regulation tightens its grip*, in 6 *J. Eur. Consum. Mark. Law*, 2017, 229 ss. e, in una dimensione propositiva di una maggiore integrazione delle tutele tra settori bancari, assicurativi e finanziari, V. COLAERT, *Product Information for banking, Investment and Insurance Products*, cit., in V. COLAERT – D. BUSCH – T. INCALZA, *European Financial Regulation. Levelling the Cross-Sectoral Playing Field*, Oxford, 2019, 303. Su questi temi, per una impostazione analoga, cfr., A. PERRONE, *Servizi di investimento e tutela dell'investitore*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2019, I, 1 ss.; A. PERRONE, *Servizi di investimento e regole di comportamento. Dalla trasparenza alla fiducia*, cit., 2015, I, 31 ss.; A. PERRONE, *Mercato all'ingrosso e regole di comportamento*, in *Riv. soc.*, 2010, 522 ss.; e G. GUIZZI, *Attualità e prospettive nel sistema della tutela del risparmio*, in *Corr. giur.*, 2016, 745 ss.

Sul tema dello *short-selling* J. PAYNE, *The Regulation of Short Selling and Its Reforms in Europe*, cit., 440, mostra qualche scetticismo vuoi sui poteri di rafforzamento della trasparenza vuoi di intervento per la restrizione delle negoziazioni su determinati titoli in ipotesi di circostanze eccezionali. *Contra*, per un esame dei benefici di una regolamentazione del fenomeno in esame cfr. J. MITTS, *Short and Distort*, in *Columbia Law and Economic Working Paper n. 592*, 13 february 2020.

<sup>23</sup> Così artt. 26 e 27 del Regolamento *Short-Selling*.

<sup>24</sup> Così rispettivamente gli artt. 18 e 20-21 del Regolamento *Short-Selling*.

<sup>25</sup> Ne risulta così che in riferimento ai “titoli c.d. liquidi”, caratterizzati, ai sensi disciplina MiFID II di secondo livello, dall'art. 22 del Regolamento n. 1287/2006, da un flottante non inferiore a 500 milioni di euro e un numero di operazioni giornaliere non inferiore a 500 e per un controvalore di scambi per quel titolo pari almeno a 2 milioni di euro, la diminuzione significativa per l'attivazione dei poteri eccezionali è fissata al 10% del prezzo ai sensi dell'art. 23, §. 5 del Regolamento *Short-Selling*. È riservata alla Commissione la competenza a fissare una diversa soglia in ipotesi di titoli azionari illiquidi.

*circuit breaker*, che consente all'autorità di vigilanza nazionale di sospendere temporaneamente le operazioni di *short-selling* sul titolo in questione. La diminuzione del valore del prezzo di negoziazione in tanto rileva in quanto sia "significativa" rispetto all'impatto sulla liquidità del titolo, da valutarsi in base alla possibilità, per l'investitore, del disinvestimento ad un prezzo non punitivo, perché non eccessivamente distante al prezzo di acquisto.

Se, tuttavia, la minaccia all'ordinato funzionamento e all'integrità e stabilità del mercato ha implicazioni transfrontaliere e le misure adottate dalle autorità di vigilanza nazionali non sono adeguate a fronteggiare la minaccia, l'ESMA può fissare doveri di trasparenza sulle posizioni corte nette o restringere le operazioni di *short-selling* su determinate azioni<sup>26</sup>. Questa misura, che prevale su quelle intraprese a livello nazionale<sup>27</sup>, necessita di una ponderazione con lo *European Systemic Risk Board*.

In tale contesto si inseriscono la decisione dell'ESMA del 16 marzo 2020 ed il provvedimento assunto dalla Consob con la delibera n. 21303, cui si fa riferimento nel paragrafo iniziale del presente contributo.

Il giudizio sulla congruità dei rimedi adottati non è unanime<sup>28</sup> e sconta, al vertice, un giudizio di legittimità su un potere eteronomo

---

<sup>26</sup> Così art. 28 del Regolamento *Short-Selling*.

<sup>27</sup> Sulla richiesta di chiarimento da parte della Gran Bretagna alla Corte di Giustizia Europea sulla legittimità del potere di intervento diretto dell'ESMA in tema di *short-selling* della cfr. *United Kingdom of Great Britain v. Council of the European Union and European Parliament* (Case C-270/12); e in dottrina, per un commento E. HOWELL, *The European Court of Justice: Selling Us Short?*, in 3 *ECFR* 454, 2014, e C. DI NOIA – M. GARGANTINI, *Unleashing the European Securities and Markets Authority: Governance and Accountability After the ECJ Decision on the Short Selling Regulation* (Case C-272/12), in *Eu. Bus. Org. L. Rev.*, 2014, 1. Sui poteri d'intervento riconosciuti all'ESMA come risposta alla crisi del 2008 e così definiti come «*hue of autumn 2008*» N. MOLONEY, *The European Securities and Markets Authority and Institutional Design for the EU Financial Market – a Tale of Two Competences: Part (2) Rules in Actions*, in *Eu. Bus. Org. L. Rev.* 2011, 177.

<sup>28</sup> L. ENRIQUES - M. PAGANO, *Emergency measures for equity trading: the case against short-selling bans and stock exchange shutdowns*, cit., 424, che considerano tali poteri «*pointless, if not counterproductive*», a pagina 414, sottolineano come, anche osservando il parallelismo con la reazione delle autorità di vigilanza, non solo europee, nella crisi del 2008, «*banning short sales is almost a "Pavlovian response" when faced with a widespread drop in stock market prices*».

di conformazione del prezzo dei titoli azionari in capo alle autorità di vigilanza, sottratto alla logica del mercato<sup>29</sup>.

La questione centrale è la rilevanza di detti interventi sulla liquidità del mercato<sup>30</sup> di cui la forbice rappresentata dal c.d. *bid-ask spread* dà compiuta misura<sup>31</sup>, soprattutto nei mercati c.d. *orden driven* con

---

<sup>29</sup> Sempre L. ENRIQUES - M. PAGANO, *Emergency measures for equity trading*, cit., 415 secondo cui la legittimità di tali poteri sottintende una fiducia, che gli Autori non nutrono tuttavia, sulla circostanza che «*regulators know better than the market what the “true valuation” of securities is*». Per una indagine empirica sugli effetti negativi in termini di peggioramento della volatilità dei titoli e di diminuzione dei prezzi di borsa in ipotesi di *short-selling bans* cfr. A. BEBER – D. FABBRI – M. PAGANO, S. SIMONELLI, *Short-Selling Bans and Bank Stability*, ESRB Working Paper Series n. 64 e A. BEBER – M. PAGANO, *Short-Selling Bans Around the World: Evidence from the 2007-09 Crisis*, in *Journal of Finance*, 2013, 343.

<sup>30</sup> Sempre L. ENRIQUES - M. PAGANO, *op. cit.*, p. 418 secondo cui «*trying to “silence the pessimists” makes everyone less informed and thus increases market uncertainty*».

<sup>31</sup> Osservando l'attivismo degli investitori istituzionali sul mercato, sovente in funzione di *market makers*, è possibile isolare, dalla prospettiva dell'intermediario, il prezzo cui gli stessi sono disposti a vendere un titolo sul mercato, c.d. *ask price*, dal prezzo cui gli stessi sono disposti ad acquistare un titolo sul mercato, c.d. *bid price*. Ovviamente, come in tutti i mercati di “oggetti usati”, l'intermediario sarà disposto ad acquistare sul mercato secondario il bene se il prezzo è inferiore a quello che potrà applicare nella successiva rivendita. La differenza tra i due prezzi, il c.d. *bid-ask spread*, rappresenta così il guadagno per l'intermediario. Varie le ragioni alla base dell'esistenza di tal *spread*. Sul tema cfr. J. ARMOUR, P. DAVIES, L. ENRIQUES, J.N. GORDON, C. MAYER, J. PAYNE, *Principles of Financial Regulation*, cit., 113, secondo cui esistono «*order processing, inventory holding, and asymmetric information costs*». Se i primi due sono connessi alla gestione delle operazioni di borsa, il terzo origina dalla situazione di incertezza, vuoi rispetto ad intermediari maggiormente informati, vuoi in pendenza di eventi eccezionali, che comprometta la capacità degli intermediari di processare le informazioni utili a dare un prezzo al titolo.

Ciò dà ragione dell'aumento del *bid-ask spread* che si è verificato durante l'esordio della crisi pandemica. L'aumentare dello *spread*, connesso all'aumentare della differenza tra prezzi di vendita e prezzi di acquisto sul mercato regolamentato, testimonia la difficoltà dell'intermediario di operare sul mercato e, così, la restrizione della liquidità del mercato del titolo in questione.

Su questi temi si veda altresì B.J. BUSHEE – J.E. CORE – W. GUAY – S.J.W. HAMM, *The Role of Business Press as an Information Intermediary*, in *J of Acc. Res.* 1, 2009; R. LA PORTA – L. LOPEZ-DE-SILANES – A. SHLEIFER, *What Works in Securities Laws?*, in *Journal of Finance*, 2006, 17 e H. HONG -T. LIM – J.C. STEIN, *Bad News Travel Slowly: Size, Analyst Coverage, and the Profitability of Momentum Strategies*, in *55 Journal of Finance*, 2000, 265.

modalità di negoziazione continua e ad asta, quali il Mercato Telematico Azionario (MTA) di Borsa Italiana<sup>32</sup>.

Sulla contrazione della liquidità originata dalla crisi pandemica, si è obiettato, ha ulteriormente inciso l'esercizio dei poteri straordinari di intervento riconosciuti alle autorità di vigilanza dal Regolamento *Short-Selling*<sup>33</sup>. Purtuttavia, le condizioni di estrema incertezza, a livello globale, che la crisi pandemica in atto pone, legittimano un intervento di eteroregolazione dei meccanismi di formazione di mercato dei prezzi, per una ragione non priva di evidenza logica. Se in condizioni ordinarie la diminuzione del prezzo, come valore di scambio, riflette la diminuzione del valore fondamentale della iniziativa economica collettiva, e così stimola presumibilmente comportamenti virtuosi nella gestione dell'impresa; nella crisi indotta dal *Coronavirus* la diminuzione dei prezzi di mercato dei titoli è propriamente espressione del generale senso di incertezza, fortemente correlato anche alle debolezze politiche dei paesi di origine degli emittenti dei titoli

---

<sup>32</sup> Il mercato *orden driven* è, in estrema sintesi, un modello di mercato in cui i prezzi si formano sulla base degli ordini di acquisto e di vendita che gli operatori fanno pervenire al mercato; e si distingue dai modelli di mercati *quote driven*, di derivazione anglosassone, in cui gli operatori, in concorrenza tra loro, espongono i differenti prezzi (in inglese *quotes*) ai quali si offrono di acquistare o vendere. La conclusione delle operazioni nel mercato MTA avviene secondo due tecniche: (1) ad asta, per definire il prezzo di apertura tra le 8 e le 9 in cui, attraverso le fasi di pre-asta, validazione e apertura, gli operatori immettono, modificano e cancellano le loro proposte di negoziazione ed il sistema determina il "prezzo teorico d'asta" per l'apertura del mercato; e (1b) sempre ad asta (stavolta di) chiusura tra le 17.30 e le 17.35 in cui gli investitori possono investire o disinvestire ad un prezzo unico coincidente con il prezzo di riferimento del mercato; (2) e con negoziazione continua tra le 9 e le 17.30 che si caratterizza per la variabilità dei prezzi, poiché gli ordini vengono inseriti nel sistema e confrontati con gli altri e, solo se compatibili, danno luogo alla conclusione dell'operazione.

Su questi modelli cfr. C. ANGELICI, *Note preliminari sulle operazioni di borsa*, in *Banca borsa tit. cred.*, I, 715 ss., in particolare pagina 732, ma già D. PREITE, *Sovraprezzo, aste competitive e mercato mobiliare*, in *Giur. comm.*, 1987, I, 882 ss.;

<sup>33</sup> In riferimento alla opportunità, ancora più estrema, di una chiusura dei mercati regolamentati si è osservato che «*a stock exchange shutdown is the financial equivalent of getting rid of a thermometer when it signals fever: the only outcome is that it becomes more difficult to understand how serious the flu is and how it is evolving*». Così L. ENRIQUES, *Stock Exchange Shutdowns in the Time of Coronavirus*, Oxford Business Law Blog, 12 March 2020.

quotati<sup>34</sup>. Sicché, in tali condizioni di (sia consentita la ripetizione) straordinaria incertezza, l'attività di vendita allo scoperto sui titoli azionari di fatto si risolve, da un lato in un lucro per i *negative activist* cui fa da contrappeso un ulteriore aggravio per le imprese i cui titoli sono oggetto di vendita allo scoperto<sup>35</sup>. Se poi i titoli "shortati" sono di emittenti bancari, finanziari o assicurativi, o che gestiscono attività strategiche, il rischio di mercato diviene il rischio del Paese<sup>36</sup>.

---

<sup>34</sup> In altre parole, parafrasando espressioni di C. ANGELICI, *Su mercato finanziario, amministratori e responsabilità*, cit., 7, la crisi pandemica si comprende non tanto sul piano oggettivo della «non "verità" del prezzo, bensì su quello della sua non correttezza»; sicché la questione è «impedire che la distanza dalla "verità" sia il risultato non dei suoi meccanismi spontanei e delle sue oggettive inefficienze, bensì di comportamenti finalizzati ad accrescerla artificialmente».

Al riguardo, dalle *F.A.Q.* pubblicate dalla Consob in relazione al divieto di vendite allo scoperto, disponibili su <http://www.consob.it/it/web/consob-and-its-activities/short-selling-faq-res-21303-2020>, emerge come il divieto si applichi (i) anche alle negoziazioni *over the counter* (ii) anche alle attività che possono essere condotte da investitori *retail* (e.g. sottoscrizione di un fondo ETF ribassista). Questo, confermando le conclusioni raggiunte nel lavoro, apre due fronti: (1) mostra un rafforzamento della protezione dell'emittente, e così del mercato, anche nei confronti degli investitori più piccoli, anche alla luce dell'*herding behaviour* ormai acquisto dagli studi cognitivi; (2) data l'opacità delle operazioni *OTC*, la circostanza che il divieto operi anche su questa tipologia di operazioni dovrebbe essere legato al fatto che non si vuole spostare il flusso delle negoziazioni dal mercato alle attività di *OTC*, nonostante l'introduzione della sede di negoziazione *OTF*, a seguito della MiFID II, abbia già di fatto attratto molte attività di *OTC* su questa nuova sede.

<sup>35</sup> Sicché, per riprendere la metafora del rialzo della febbre di L. ENRIQUES, *Stock Exchange Shutdowns in the Time of Coronavirus*, cit., se di certo sarebbe illegittima la previsione di un potere di intervento dello Stato a disciplinare i casi in cui al rialzo della temperatura sia o meno opportuno per i cittadini italiani uscire di casa; purtuttavia le condizioni straordinarie hanno legittimato siffatto intervento restrittivo della libertà personale dei singoli individui proprio in pendenza di Covid-19. In altre parole, l'accento non è sul potere ma sulla eccezionalità della situazione concreta che dà legittimità al potere stesso. In argomento cfr. M. K. BRUNNERMEIER – M. OEHMKE, *Predatory Short-Selling*, in *Review of Finance*, 2013, 2153.

<sup>36</sup> È un segnale della necessità di una completa trasformazione della finanza, che dovrebbe creare valore per gli investitori ma *ipso tempore* condurre benefici per l'economia e la società in generale; in altre parole, «*we are on the edge of a fundamental reshaping of finance*». Così il CEO di BlackRock L. FINK, *A Fundamental Reshaping of Finance*, 2020, disponibile su <https://www.blackrock.com/corporate/investor-relations/larry-fink-ceo-letter>. Per un commento alla lettera cfr. G. STRAMPELLI, *Gli investitori istituzionali salveranno il*

Resta aperta, tuttavia, la questione, squisitamente politica, della efficacia di un provvedimento che, in un mercato globale, interessi esclusivamente i singoli mercati nazionali le cui autorità di vigilanza abbiano utilizzato i poteri di intervento. Il rischio, infatti, è che, anche solo restando nella prospettiva europea, lo *short-selling ban* si risolva in uno “stigma” verso il Paese che ha adottato le misure rispetto agli altri Paesi, con conseguenze in punto di arbitraggio regolamentare e, conseguentemente, di borsa. Il punto merita così, come altri, una discussione in una prospettiva più marcatamente europea che nel sistema del mercato regolato abbandoni i «*get-it-alone approaches*»<sup>37</sup>

---

*mondo? Note a margine dell'ultima lettera annuale di BlackRock*, in *Riv. soc.*, 2020, 51 ss.

<sup>37</sup> Così E. HOWELL, *The regulation of short sales: a politicized topic*, in *Law and Financial Market Review*, 2018, 203 ss., e spec., 207.