

A decisão de suspender o *short selling*, vem responder às queixas de que alguns *short sellers* espalham falsos rumores com vista a baixar o preço das acções. Outra preocupação é com o *naked short selling*, em que os investidores vendem acções sem que antes as tenham obtido emprestadas e depois falham a liquidação.

Ambas as operações já são ilegais. A primeira é manipulação de mercado e punida por lei; curiosamente este tipo de manipulação acontece muito mais do lado da compra – dito “longo” - (ie. falsos rumores de OPA) sem que passe pela cabeça de alguém proibir as compras. A segunda é também proibida, embora mesmo assim vários *brokers* o permitam, tendo em conta que a penalização é muito pequena e por isso o "crime" compensa; este sim é um ponto a merecer fiscalização e mão pesada dos reguladores.

No entanto, o que agora se tenta banir é uma operação legítima (diferente de *naked short selling*) e que é tão benéfica como a compra, na medida em que permite ao mercado ajustar-se rápida e precisamente à perspectiva de valor dos seus participantes, atingindo um equilíbrio de preço mais rápido, muita das vezes com recurso a arbitragem que permite reduzir o *mispricing* e aumentar a sua eficiência e liquidez.

Banir as operações legítimas de *short selling* é amputar uma perna do mercado e contribuir para que este seja menos eficiente e menos justo ao criar, como defendem Duffie, Garleany & Pedersen (2002), fricções que tornam impossível aos *short sellers* conduzir o preço das acções de volta aos fundamentais, uma vez que este tipo de restrições, como avançam Miller (1977) e Harrison & Kreps (1978), retira os pessimistas do mercado e os optimistas deixam de poder levar em conta o efeito do pessimismo na formação de preços.

Esta suspensão serve apenas como bode expiatório de algo mais complexo, como serviu a *up-tick rule*, que só permitia um investidor vender *short* depois da acção subir 80 *pennies* (em 2001 apenas 1 *penny*), implementada em 1930 nos EUA (e também no Japão em 2002) e abolida em 2007 (nos EUA) por se considerar (no teste piloto do programa realizado em 2005) que ia contra a qualidade e eficiência do mercado (ie. impedir que se cubra uma posição em obrigações convertíveis através do *short* do activo subjacente), como aliás concluíram Boehmer, Jones & Zhang (2009) e Diether, Werner & Lee (2009).

Actualmente, esse “algo mais complexo” deve-se ao facto das acções do sector financeiro que viram agora o *short selling* suspenso por 15 dias, estão a ser afectadas pela dívida soberana e pelo prémio de risco que está a ser negociado no mercado fora de bolsa dos *Credit Default Swap* (CDS). Aparentemente sem ligação para os menos atentos, a verdade é que este mercado dá uma ideia dos riscos e das perdas das carteiras de investimento dos bancos e a negociação dos CDS sobre a dívida dos bancos dá uma ideia sobre o risco implícito da instituição financeira. É portanto em função deste mercado que incide a pressão sobre os títulos cotados. Por isto, é fácil perceber que a proibição do *short selling* não vai evitar a percepção de risco que existe sobre as instituições em causa e o que pode acontecer é que em vez dos participantes fazerem o *hedge* das suas posições longas com o posições *short* o façam com uma posição sintética se isso for possível: por exemplo comprando *puts* e vendendo *calls* do activo, ou simplesmente vendendo a posição na sua totalidade para reduzir a exposição ao risco.

Esta suspensão pode fazer com que o mercado recupere momentaneamente, com os *short sellers* a

terem de recomprar as suas posições e a forçarem a subida, mas o seu efeito pode ser muito perverso (aumento de volatilidade e mais instabilidade como é o caso da China em que o *short selling* é proibido) e poderá precipitar as quedas no futuro com os investidores a venderem as suas acções, uma vez que deixa de haver forma de travar uma distorção do mercado como seria possível através da criação de uma posição sintética que envolvesse o *short selling* de acções.

É importante reter que um vendedor das suas acções não é obrigado a tornar a comprá-las, mas já o *short seller* será um comprador obrigatório em algum momento, uma vez que terá de repor as acções vendidas, podendo por isso ser ele um dos poucos a segurar o mercado num momento de pânico vendedor.

Sublinhe-se que esta proibição foi avulsa (em 4 países) e sem a coordenação do conselho de reguladores, o que transpira a ideia de que há algo de fundamentalmente errado no sector financeiro dos países em causa e que estes governos ficaram mais esquizofrénicos do que com a crise da Grécia.

Em Setembro de 2008, a *U.S. Securities and Exchange Commission* (SEC) também surpreendeu o mercado ao banir temporariamente o *short selling* para mais de 1.000 acções do sector financeiro, exactamente pelas mesmas razões que agora se evocam para justificar esta disfunção dos reguladores. No entanto, de acordo com Boehmer, Jones & Zhang (2009), as acções sujeitas a esta restrição sofreram uma severa degradação em termos de qualidade de mercado, medida pelo *spread*, impactos do preço e a volatilidade intra-diária, concluindo ainda que não houve efeitos positivos no preço destas acções.

O *short selling* foi também banido em Singapura, entre 1985 e 1986, durante a crise da *Pan Electric Industries*, e de acordo com Ho (1996) a volatilidade aumentou significativamente.

Por fim, mas não menos importante, banir o *short selling* faz o mesmo sentido do que permitir apenas ordens de compra; ou seja, não faz sentido nenhum. Isto é fácil de entender se percebermos que no *short selling* o investidor só pode vender quando está na efectiva titularidade das acções conseguidas através de empréstimo, o que significa que quem emprestou essas acções deixa ele próprio de as poder vender enquanto as mesmas estiverem emprestadas, o que impede a criação (do nada) de ordens de venda. Isto é o mesmo que dizer que o *short seller* está a vender apenas aquilo que outro não quis vender, mas que podia ter vendido sem que ninguém lhe apontasse o dedo, criando exactamente a mesma pressão de venda que o *short seller* cria. Para além disso, este mecanismo permite ao credor receber uma justa remuneração pelas acções que dá como empréstimo, valor que não receberia se as imobilizasse numa conta.

Em todo o caso, acredito que a suspensão efectuada não impedirá o *short selling*, na medida em que é muito difícil aos reguladores intervirem em negócios jurídicos privados estabelecidos livremente entre partes interessadas e esclarecidas como acontece com os contratos de empréstimos de acções, não obstante o subjacente estar sob a alçada do regulador.

A reter:

A) A arbitragem, que é um mecanismo importante para a eficiência do mercado, na medida em que permite corrigir a distorção de preços de activos semelhantes intra-mercados e inter-mercados, só é possível se o *short selling* existir. Um exemplo de uma distorção que durou dias devido à impossibilidade (técnica) de fazer *short selling* nas *American Depositary Shares* (ADS) da France

Telecom entre Maio e Junho de 2006 foi estas estarem a ser cotadas nos EUA a um preço (em dólares) muito mais elevado do que o preço (em dólares) das acções (com os mesmos direitos que as ADS) cotadas em França, o que é bizarro.

B) Quando os preços sobem os investidores tendem a comprar mais, acelerando o seu movimento, e à medida que o movimento acelera, os investidores também aceleram as suas compras, o que faz com que a subida das acções se alimente a ela própria, muitas vezes criando grandes bolhas. O mesmo acontece quando os preços descem, em que as grandes quedas se alimentam a elas próprias, resultando em quedas vertiginosas. Nesta óptica, podemos então dizer que uma forte tendência ascendente de preços desencoraja os vendedores (aumentado ainda mais a tendência e não necessariamente o volume transaccionado) e uma forte tendência descendente desencoraja os compradores (aumentado ainda mais a tendência e não necessariamente o volume transaccionado), o que origina um enorme *mispricing* e diminuição de liquidez. Nestes casos, a maioria destes movimentos extremos faz-se por *uninformed traders*, que são investidores menos informados sobre o valor justo do activo que estão a negociar, o que seria o mesmo que dizer que estão a "comprar gato por lebre" ou a "vender lebre por gato".

O mais interessante é que com o *short selling* a situação inverte-se, porque sendo os *short sellers* geralmente *informed traders*, uma evidência bem suportada na literatura existente com Dechow et al. (2001), Choen, Diether & Malloy (2007) e Boehmer, Jones, & Zhang (2008) a demonstrarem que no agregado os *short sellers* aparentam negociar baseados numa correcta informação dos fundamentais, detendo por isso um juízo mais informado e fundamentado do valor justo do valor mobiliário que pretendem negociar, à medida que o preço cai e se afasta do seu valor justo piorando o rácio risco/recompensa da operação, motiva a que não abram novas posições *shorts* e que cubram as suas posições abertas comprando acções, numa altura em que possivelmente poucos o quererão fazer, ajudando assim a impedir o *crash*.

Por outro lado, quando a acção sobe muito e se afasta bastante do seu valor justo, os *short sellers*, como *informed traders* que geralmente são, vendem as acções impedindo que se formem bolhas.

De acordo com Diamond & Verrecchia (1987) e Reed (2007), as restrições no *short selling* resultam num ajuste mais demorado dos preços à informação negativa e criam assimetrias de preço em resposta à informação acerca de resultados.

Boehmer & Wu (2008) concluíram ainda que o *short selling* reduz o desvio do anúncio pós-resultados e faz com que os preços sejam informativamente mais eficientes.

Isto demonstra que o *short selling* é um mecanismo muito importante para mitigar o *mispricing*, ajustando mais rapidamente os preços à nova informação, e evitar situações extremas de activos sobre-avaliados ou sub-avaliados, tornando o mercado mais eficiente.

O Short Selling não é um *free lunch*:

1) Fazer *short selling* directamente em acções é mais difícil do que comprar acções, porque obriga a ter presente uma série de mecanismos, como é o caso de conseguir as acções emprestadas, assim como a manutenção de margens, pagamento de *fees* pelo empréstimo e o eventual fecho forçado devido a um *short squeeze* que retire a margem ao *short seller*.

2) Matematicamente uma posição *short* é muito mais arriscada do que uma posição longa, uma vez que na segunda o risco de perda é apenas o capital investido e na primeira o risco pode ser o montante investido "infinitamente" multiplicado, isto porque o máximo que uma acção pode cair é até ao preço de 0, já na subida não tem limite.

Por: Octávio Viana, presidente da Associação de Investidores e Analistas Técnicos do Mercado de Capitais e autor do livro “Estudos no Mercado de Capitais”, da Editora ATM.

NOTA: Este artigo foi publicado no [Diário Económico](#) de dia 16 de Agosto de 2011, embora pela natural limitação de espaço e com vista a tornar a leitura mais fácil para todos os leitores dessa edição económica, se tenha optado por uma versão ligeiramente mais curta.

Bibliografia

Arnold, T., A. Butler, A. Crack, T. & Zhang, 2005, *The information content of short interest: A natural experiment*, *Journal of Business*, forthcoming

Chen, J., Hong H. & Stein J., 2001, *Forecasting Crashes: Trading volume, past returns, and conditional skewness in stock prices*, *Journal of Financial Economics*, 61, 345-381

Cohen, Lauren, Karl Diether & Christopher Malloy, 2007, *Supply and demand shifts in the shorting market*, *Journal of Finance* 62, 2061-2096

Boehmer, Ekkehart, Charles Jones & Xiaoyan Zhang, 2008, *Which shorts are informed?*, *Journal of Finance*, 63, 491-527

Boehmer, Ekkehart & Jullie Wu, 2008, *Short selling and the informational efficiency of prices*, working paper, University of Oregon

Boehmer, Ekkehart, Charles Jones & Xiaoyan Zhang, 2009, *Shackling short sellers: The 2008 shorting ban*, working paper, EDHEC Business School

D’Avolio, G., 2002, *The Market for Borrowing Stock*, *Journal of Financial Economics*, 66, 271-306

Dechow, Patricia, Amy Hutton, Lisa Meulbroek & Richard Sloan, 2001, *Short-sellers, fundamental analysis, and stock returns*, *Journal of Financial Economics*, 61, 77-106

Diamond, Douglas & Robert Verrecchia, 1987, *Constraints on short-selling and asset price adjustment to private information*, *Journal of Financial Economics* 18, 277-311

Figlewski, S., 1981, *The informational effects of restrictions on short sales: Some empirical evidence*, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 16, 463-476

Harrison, Michael & Kreps, David, 1978, *Speculative investor behavior in a stock market with heterogeneous expectations*, *Quarterly Journal of Economics*, 323-336



Ho, Kim, 1996, *Short-sales restrictions and volatility: the case of the stock exchange of Singapore*, *Pacific-Basin Finance Journal* 4, 377-391

Saffi, Pedro & Sigurdson, Kari, 2008, *Price efficiency and short selling*, working paper, IESE Business School – University of Navarra

Senchack, J. & Starks L., 1993, *Short-sale restrictions and market reaction to short-interest announcements*, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 28, 177-194.

Reed, Adam, 2007, *Costly short-selling and stock price adjustment to earnings announcements*, working paper, University of North Carolina