

ATTUALITÀ

È solo una questione di short selling? Il caso GameStop

14 Dicembre 2021

Enea Franza, Responsabile dell'Ufficio Consumer Protection, Consob



Enea Franza, Responsabile dell'Ufficio Consumer Protection, Consob*

> Enea Franza

Enea Franza è Direttore dell'Ufficio Consumer Protection e dell'Ufficio Camera di Conciliazione ed Arbitrato della Consob. Dottore commercialista e revisore legale. È stato presidente e membro di collegi sindacali di Enti e Società di interesse nazionale.

* L'articolo riporta opinioni personali dell'Autore e non impegna la Commissione per cui il dirigente lavora.

Il settore dei servizi finanziari sta subendo una trasformazione tanto importante quanto irreversibile ma, tuttavia, si ha come l'impressione che questo mutamento vede ancora oggi troppo spesso i regolatori (e non mi riferisco solo a quanto accade in Italia) incapaci di cogliere le ormai inscindibili relazioni tra nuove tecnologie e funzionamento dei mercati.

Il caso GameStop è un esempio lampante. GameStop, è una catena texana di negozi di videogame, accessori e console, che in sole cinque sedute di borsa nella settimana compresa tra il 25 ed il 29 gennaio 2021 ha registrato un incremento del +400% del suo valore di scambio.

Come mai questo tanto incredibile quanto repentino incremento? Presto detto. Alcuni *hedge fund* avevano scommesso contro la società di videogame, vendendone le azioni allo scoperto in quanto ritenevano che la società non fosse in grado di reggere in un mercato altamente competitivo come quello dei videogame.

Tuttavia, un nutrito gruppo di investitori *retail*, coordinatisi sul forum WallStreetBets su Reddit (piattaforma di *trading* da 2,7 milioni di utenti), ha deciso di acquistare le azioni di alcune tra le società più "shortate" della borsa americana, tra cui proprio GameStop. Conseguentemente, la quotazione dei titoli della società di videogame è letteralmente schizzata, creando enormi difficoltà agli "short sellers" o "venditori allo scoperto", vale a dire gli investitori ribassisti, i quali avevano scommesso su un calo dei prezzi.

I fondi sono stati costretti forzatamente a rientrare per far fronte alle posizioni corte assunte, ed importanti nomi dell'industria degli *hedge fund*, come Melvin Capital, Citron hanno registrato perdite nell'ordine di miliardi di dollari.

La questione pone sul tappeto il tema dello *short selling*, ovvero, delle operazioni di "vendita allo scoperto" di titoli cioè di vendita di titoli presi a prestito ovvero di cui non si ha la proprietà. La questione è nota e si concentra sul fatto che lo *short selling*, accentuando le tendenze ribassiste, esaspera problemi di liquidità e scarsità di credito, creando fenomeni potenzialmente distorsivi, soprattutto nei casi in cui le vendite allo scoperto sono effettuate da grandi investitori quali i fondi speculativi.

Di questo fenomeno, il nostro Paese ha sperimentato anche le implicazioni politiche, nell'avvicenda-

mento del governo Berlusconi con quello guidato da Monti e, molto più recentemente, l'attacco alle imprese nazionali allo scoppiare della pandemia sotto il governo Conte.

Tali considerazioni del fenomeno, tuttavia, tendono a mettere in evidenza le finalità speculative dello *short selling*, con l'aumento dei rischi di integrità del mercato che comportano, atteso che il diffondersi di tali prassi operativa aumenta la difficoltà di procurarsi in tempo utile i titoli venduti allo scoperto e, con essa, conseguentemente, anche la probabilità di una mancata consegna dei titoli alla data di regolamento.

Ma, è noto anche che le tecniche di *short selling* sono anche potenzialmente idonee ad incentivare strategie manipolative volte ad indurre *trend* ribassisti nel corso dei titoli. Si pensi semplicemente alla diffusione ad opera degli *short sellers* di notizie ed informazioni fuorvianti sulla giusta valutazione dei titoli oggetto di vendita, al fine di incentivare altri operatori a vendere, con conseguente emergere di evidenti rischi di abuso di mercato.

Non è certo questa la visione operativa dello *short selling* che consente, viceversa, d'inquadrare il fenomeno, invece, come uno strumento nella gestione dei portafogli di investimento, potendosi configurare da un lato come un'operazione di copertura dai rischi (laddove ad una posizione corta si accompagni una posizione lunga, con generazione di risultati opposti derivanti dalle due posizioni) e dall'altro come operazione di mero arbitraggio (si pensi alla conclusione di acquisti e vendite contestuali di uno stesso titolo, per sfruttare ad esempio eventuali disallineamenti di prezzo).

In tal senso lo *short selling* costituirebbe uno strumento positivo in termini di miglioramento dell'efficienza informativa dei prezzi e di incremento del livello di liquidità del mercato, addirittura capace di fungere da elemento di contrapposizione a fenomeni di formazione di bolle speculative¹.

¹ Anche Consob ha nel corso degli anni adottato una serie di provvedimenti in materia di divieto di vendita allo scoperto, sottoponendo in alcuni casi i titoli ad un divieto assoluto di *short selling* per determinati periodi di tempo. Tali provvedimenti, tuttavia, non hanno spesso prodotto gli effetti desiderati, tanto che successivamente gli unici limiti imposti dalle autorità di vigilanza alle operazioni di *short selling* hanno riguardato i titoli delle società quotate oggetto di aumento di capitale, sulla scorta della considerazione che in corrispondenza di operazioni di aumento di capitale, le tecniche di *short selling* potrebbero essere utilizzate a fini manipolativi, ovvero per ridurre il prezzo dei titoli e rendere quindi meno conveniente l'adesione all'offerta. Tuttavia, anche in questo caso i risultati sono stati deludenti, in quanto, il divieto di vendite allo scoperto nel contesto di operazioni di aumento di capitale in

Muoversi su queste due visioni è cosa assai complessa anche perché esse celano, invero, visioni "ideologiche" sulla natura e il funzionamento dei mercati dei capitali. Entrambe, tuttavia, contengono una parte della verità. Se, infatti, sotto un punto di vista eminentemente operativo è vero che copertura dei rischi ed arbitraggio sono funzioni essenziali per un mercato efficiente, è anche vero che le asimmetrie informative possono favorire operazioni speculative che tendono a spezzare l'integrità del mercato e concretizzarsi in atti d'abuso del mercato.

Di fronte al diffondersi di tecniche di *short selling* le Autorità di vigilanza hanno ondeggiato assumendo, in alcuni casi, veri e propri divieti "totali" di qualsiasi operazione di *short selling*, e molto più frequentemente divieti di natura "parziale" in quanto di natura temporanea e/o limitati solo ad alcuni titoli.

L'alternativa adottata dai vigilanti rispetto all'introduzione di divieti (con le differenziazioni sopra esposte) è consistita nell'introduzione di obblighi di *reporting* e di trasparenza mediante la comunicazione al mercato (e alle medesime Autorità) delle posizioni corte assunte.

Inutile ribadire che questa soluzione presenta, tuttavia, l'inconveniente della non facile determinazione della soglia di significatività al raggiungimento della quale dovrebbe scattare l'obbligo di comunicazione.

La determinazione di una soglia troppo alta, infatti, rischia di vanificare lo scopo della comunicazione, al contrario la fissazione di una soglia troppo bassa determinerebbe l'afflusso sul mercato di un numero particolarmente elevato di comunicazioni, vanificando l'effetto di segnalazione al mercato di tale comunicazione, senza tralasciare di ricordare che l'imposizione di una soglia bassa potrebbe indurre gli operatori a limitare le operazioni di *short selling* per evitare i costi di *compliance* connessi².

Ora veniamo al punto di partenza.

luogo di evitare a speculazione, si è tradotto in un completo blocco degli arbitraggi, con la conseguenza che il prezzo delle azioni non si è allineato al valore teorico dei diritti di opzione per sottoscrivere l'aumento.

² Le considerazioni sopra esposte sembrerebbero dunque confermare i dubbi sollevati da coloro che da sempre si sono mostrati contrari all'adozione di politiche e misure restrittive in relazione alle tecniche di *short selling*. Tali perplessità sono anche acuite dal fatto che la mancanza di una regolamentazione armonizzata a livello europeo in tema di *short selling* consente indirettamente di porre in essere compartimenti elusivi sfruttando veri e propri arbitraggi regolamentari.

Il caso GameStop, pone sul tappeto con palmare evidenza come l'uso dei *social media* costituisca per i mercati finanziari un attore non neutrale, non solo in quanto importante veicolo di diffusione delle informazioni (cosa ben nota da tempo anche ai regolatori), ma soprattutto, ed è questa è la novità su cui si deve riflettere, per le possibilità che dà anche agli investitori al *retail* di agire non come semplici spettatori passivi di scelte prese altrove, ma come veri e propri player, in quanto capaci di muoversi in modo coordinato, così come appunto accaduto nel caso GameStop.

C'è da chiedersi allora se i tradizionali modi d'intervento, sul mercato come i provvedimenti che vietano lo *short selling*, già oggi insufficienti, rischiano, in tale mutato quadro operativo, di essere non solo assolutamente inefficaci ma addirittura dannosi³.

In effetti lo scenario con cui dobbiamo confrontarci non è più quello di uno o più operatori istituzionali che operano magari con operazioni di *shots selling* per spuntare un possibile guadagno, magari sfruttando l'effetto gregge di operatori al *retail* che valutando il crollo dei prezzi del titolo in portafoglio decidono di disfarsene, ma di un mercato più ampio con la presenza di soggetti non istituzionali, che possono utilizzando a proprio favore le potenzialità dei *social media*, giocare una partita in proprio.

Tale (quasi banale) osservazione rende palese come sia necessario per il regolatore comprendere con attenzione i meccanismi in gioco atteso che, come ora appare palese, un eventuale intervento sul mercato potrebbe favorire una delle parti in gioco, o addirittura essere di nocimento per il mercato stesso.

Alla base del nuovo sistema finanziario, dunque, dobbiamo prendere atto dello sviluppo di nuovi modelli di finanziamento digitale "dal basso" (basato su *crowdfunding* e *blockchain*) e di nuove forme di contaminazione tra finanza e tecnologia a cui si sommano i modelli di business sviluppati sull'intelligenza artificiale.

³ Peraltro, l'esito finale della partita GameStop è ancora da vedere, in quanto le richieste di intervento dell'opinione pubblica nonché delle forze politiche americane, con democratici e repubblicani per una volta schierati sullo stesso fronte, rendono difficile prevederne la conclusione. E' certo tuttavia, che la pratica dello *short selling* di per sé è una pratica neutra, rischia di diventare di nuovo lo spauracchio per irrigidire un mercato che, come vedremo, ad oggi necessita invece di un nuovo modo di organizzare la vigilanza.

In buona sostanza, una nuova figura d'investitore al *retail*, l'investitore tecnologico che emerge dal panorama tradizionale, un soggetto portatore di una propria visione (e propri obiettivi) d'investimento che possono, ma non solo, avere come obiettivo la massimizzazione del rendimento del proprio portafoglio⁴.

Alla base di questo fenomeno c'è, certamente, la considerazione che il settore dei servizi finanziari sta subendo una trasformazione significativa riguardo le modalità di richiesta e fornitura dei servizi di consulenza e gestione finanziaria, evoluzione dovuta ad una varietà di fattori: nuovi parametri regolamentari, evoluzione demografica della clientela e, soprattutto, dal nostro punto di vista, progressi tecnologici.

Ma c'è anche la considerazione che il processo di disintermediazione che ha prima coinvolto le banche a favore degli altri intermediari, adesso sta riguardando gli intermediari stessi a favore di sistemi sempre più sofisticati di prodotti tecnologici ad uso *friendly*, che permettono spesso di superare quello gap che una volta sembrava insuperabile tra esperto gli operatori di mercato ed il fai da te.

A riprova di ciò che si sostiene, c'è la nuova frontiera del *trading on line*, cioè l'acquisto e la vendita di titoli finanziari via *internet*, fatto generalmente da casa/lavoro, tramite una piattaforma di *trading* realizzata e messa a disposizione dei clienti da società finanziarie, i c.d. broker online, che acquistano e vendono i titoli per conto dei loro clienti, e per questo chiedono una commissione per le operazioni che eseguono. Anche se i *broker* sono banche, Sim o società specializzate nel *trading online* sta comunque il fatto che sono comunque gli investitori a decidere cosa, come, dove e quando comprare/vendere, e questo sempre più spesso in piena autonomia.

⁴ Si tratta di un nuovo trend che è destinato a consolidarsi nel tempo, basti pensare all'importanza che tematiche di ESG stanno assumendo e il peso che stanno assumendo gli investimenti green nelle gestioni patrimoniali, al punto che è divenuto insufficiente focalizzare l'attenzione sui soli rendimenti finanziari ed i fondamentali di un determinato settore o azienda.

A NEW DIGITAL EXPERIENCE

Scopri il nuovo sito
➤ [dirittobancario.it](https://www.dirittobancario.it)