

Il ruolo degli Hedge
Fund nel sistema
finanziario:
Dal caso Wallstreet
Bets all'Europa dei
PIIGS.

Prof.ssa Mirella Pellegrini

RELATORE

Statuto Francesco
Matr.288511

CANDIDATO

Sommario

Introduzione	2
Capitolo 1 - Hedge fund, mercati finanziari e nuove dinamiche di investimento	3
1.1 Gli hedge fund: definizione, caratteristiche e ruolo nel sistema finanziario	3
1.2 Strategie speculative e impatto sui mercati, il caso dei vulture funds	6
1.3 Le principali strategie di investimento: short selling, leva finanziaria, arbitraggio	11
1.4 Profili di rischio sistemico e ambiguità regolatorie: quadri normativi, tutela degli investitori e della stabilità finanziaria	15
Capitolo 2 - Il caso GameStop e AMC: un nuovo paradigma?	19
2.1 Il fenomeno WallStreetBets e l'organizzazione del "short squeeze"	19
2.2 Caso GameStop e AMC	22
2.3 Il ruolo degli hedge fund: Melvin Capital	25
2.4 Implicazioni regolatorie e interrogativi sulla trasparenza del mercato	29
Capitolo 3 - Fondi di investimento e crisi dei debiti sovrani	34
3.1 Il ruolo degli hedge fund nella pressione sui titoli pubblici di Grecia, Italia, Spagna	34
3.2 Il caso delle banche irlandesi: Bail in e Bail out a confronto, quale strumento per garantire la stabilità economica	37
3.3 Conclusioni critiche sui casi PIIGS: lezioni apprese o ignorate?	41
Conclusioni	45
Bibliografia	46

Introduzione

Negli ultimi decenni, gli hedge fund si sono affermati come attori centrali dei mercati finanziari globali, capaci di generare innovazione, liquidità e opportunità di rendimento, ma anche di innescare dinamiche di instabilità sistemica. Nati come strumenti riservati a investitori sofisticati, hanno progressivamente ampliato la loro influenza grazie alla flessibilità strategica, all'uso massiccio della leva finanziaria e alla possibilità di operare in contesti regolatori meno vincolanti rispetto ad altri intermediari.

La crisi finanziaria globale del 2008, le tensioni sui debiti sovrani europei e, più recentemente, episodi emblematici come il caso GameStop hanno mostrato come questi fondi non si limitino a svolgere un ruolo tecnico nei mercati, ma possano avere un impatto rilevante anche sulle dinamiche politiche, sociali e istituzionali. La capacità degli hedge fund di muovere enormi volumi di capitale in tempi rapidissimi, unita alla loro ricerca aggressiva di profitto, solleva interrogativi cruciali: fino a che punto la speculazione contribuisce all'efficienza dei mercati e quando invece diventa fattore di rischio per la stabilità collettiva?

Questa tesi si propone di analizzare le caratteristiche strutturali e operative degli hedge fund, le principali strategie speculative adottate, nonché le conseguenze che tali pratiche hanno avuto in alcuni contesti storici e recenti. Particolare attenzione viene riservata al caso GameStop, che ha segnato un cambio di paradigma nel rapporto tra fondi speculativi e investitori retail, e alla crisi dei debiti sovrani europei, che ha messo in luce la fragilità dell'architettura istituzionale dell'eurozona. L'obiettivo è offrire una lettura critica del ruolo degli hedge fund nella finanza contemporanea, individuando le sfide regolatorie e le prospettive future per un equilibrio sostenibile tra innovazione, rendimento e stabilità.

Capitolo 1 - Hedge fund, mercati finanziari e nuove dinamiche di investimento

1.1 Gli hedge fund: definizione, caratteristiche e ruolo nel sistema finanziario

Gli **hedge fund**, o fondi speculativi, rappresentano veicoli d'investimento **privati**, pensati per massimizzare i rendimenti sfruttando strategie sofisticate¹ e flessibili, diversamente dai fondi comuni aperti al pubblico, questi strumenti raccolgono capitale principalmente da investitori qualificati, come per esempio famiglie facoltose, fondazioni e grandi istituzioni, e operano con vincoli regolatori significativamente meno stringenti².

Gli hedge fund proprio a causa del loro non essere soggetti agli stessi obblighi di trasparenza e limiti patrimoniali dei fondi retail, possono permettersi di sperimentare in asset tradizionali e non convenzionali, come derivati, valute, commodities e crediti strutturati.

Esistono diverse tipologie di strutture, una struttura legale tipica è quella della **limited partnership**, dove il gestore (general partner) copre il rischio operativo illimitato, mentre gli investitori (limited partners) rischiano solo il capitale investito³, possono esserci ulteriori elementi distintivi che includono la presenza di **lock-up periods**, ovvero blocchi del rimborso per 6–12 mesi o più, e la classica struttura di compenso “2-and-20” dove il gestore percepisce circa il 2 % annuo del patrimonio gestito e intorno al 20 % sugli utili netti.

Le radici di questo modello risalgono al 1949, quando Alfred Winslow Jones⁴ etichettò per la prima volta come “hedging fund” un fondo istituito a Melbourne, applicando un mix di posizioni long e short sotto copertura, insieme all'impiego di leverage⁵.

Da allora, il patrimonio gestito dagli hedge fund è esploso: nel 2023⁶ si attestava tra 4,5 e 5,3 trilioni di dollari. Le stime suggeriscono una crescita media annuale tra il 4 % e il 7 %, con un'industria sempre più concentrata nelle mani di pochi big player.

Gli hedge fund come abbiamo visto, puntano prevalentemente su un piano strategico e infatti possono utilizzare diversi di approcci, ovviamente il modello **long/short equity**⁷ resta il più diffuso, con circa il 40 % del totale delle attività, ma esistono anche strategie macro globali, creditizie, quantitative, multi-strategy, e orientate all'ESG, in rapida crescita.

Questa varietà consente anche una gestione diversificata e una risposta dinamica ai cambiamenti di mercato.

¹ LO, A. W. (2008). *Hedge Funds: An Analytic Perspective*. Princeton University Press.

² Investopedia. (2025). *Hedge fund definition*. Investopedia. <https://www.investopedia.com/terms/h/hedgefund.asp>

³ La limited partnership è una struttura societaria tipica degli hedge fund in cui il gestore ha responsabilità illimitata, mentre gli investitori partecipano solo con il capitale conferito.

⁴ Considerato il padre del primo hedge fund, introdusse nel 1949 una strategia combinata long/short con leva, anticipando molte tecniche moderne.

⁵ ACKERMAN, C., McENALLY, R., & RAVENCAMP, D. (1999). The performance of hedge funds: Risk, return, and incentives. *The Journal of Finance*

⁶ Reuters. (2024, gennaio 24). Hedge fund industry reaches \$4.5 trillion. Reuters. <https://www.reuters.com/business/finance/hedge-fund-industry-reaches-45-trillion-2024-2025-01-24/>

⁷ Gitnux. (s.d.). Hedge fund performance statistics. Gitnux. <https://gitnux.org/hedge-fund-performance-statistics/>

Il panorama comprende fondi noti come Bridgewater⁸ (con circa 124 mld USD di AUM), Man Group (oltre 170 mld USD), Citadel (65 mld USD), Eclipse o Elliott, questi fondi, denominati giganti a causa della loro grandezza e capacità di generare impatti sui mercati, vanno a plasmare i mercati globali non solo per le loro dimensioni, ma soprattutto per la loro capacità innovativa, infatti proprio nel 2024 è stata marcata una transizione verso strutture più **istituzionalizzate**, con team dedicati alla continuità manageriale e alla governance.

Un'altra caratteristica saliente è la forte presenza di **leva finanziaria**⁹: utilizzando capitali presi a prestito, i fondi possono amplificare ritorni (ma anche perdite).

Sebbene questa tecnica migliori l'efficienza capacità operativa quando i mercati sono favorevoli, il rovescio della medaglia è rappresentato da una volatilità esponenziale nelle fasi negative.

Poi vi sono le **short positions**, ovvero la vendita di titoli senza possederli, consentono di guadagnare dalla discesa dei prezzi, offrendo ai gestori maggiore cautela e flessibilità nei confronti delle tendenze di mercato. L'uso di **derivati** e il coinvolgimento in **arbitraggio** (capitalizzando differenze di prezzo temporanee su scadenze o mercati diversi) rientrano tra le tattiche avanzate.

Il ruolo degli hedge fund nel sistema finanziario è quindi duplice: Da una parte, essi stimolano **liquidità**¹⁰, ampiezza di mercato e discovery dei prezzi, favorendo efficienza e garantendo operatività sia in fase rialzista sia ribassista.

Dall'altra, la combinazione di leva e strategie speculative può rappresentare una fonte di **rischio sistemico**¹¹, soprattutto in mercati depressi o durante crisi globali.

L'intero comparto si muove in un'area regolatoria ancora incerta: benché in Italia siano regolati dal decreto Tesoro 1999¹² e negli Stati Uniti vengano tenuti sotto sorveglianza dalla SEC (anche se con regole più leggere rispetto ai mutual funds), i vincoli restano limitati. Questo crea un contesto pragmatico: non vogliono frenare l'innovazione o penalizzare i risultati, ma devono preservare il rischio sistemico e la trasparenza.

Proprio a causa di questa dinamica molti diversificano i modelli verso soluzioni multi-strategy, puntano su ESG o su tecnologie quants per attrarre capitali e rimanere competitivi. La raccolta rimane solida, anche nel 2025¹³, come testimoniano fondi come Brevan Howard e Rokos Capital, che dopo mercati volatili hanno registrato performance positive nel primo semestre.

Se da un lato gli hedge fund sono spesso descritti come catalizzatori d'innovazione e profondità nei mercati, dall'altro il loro impatto sul sistema finanziario solleva interrogativi rilevanti in termini di stabilità, trasparenza e governance.

⁸ Fondato da Ray Dalio, è uno dei fondi più influenti al mondo, noto per l'approccio macro globale e per l'adozione anticipata di modelli algoritmici.

⁹ BPER. (s.d.). Glossario – hedge fund. BPER. <https://www.bper.it/magazine/glossario/hedge-fund>

¹⁰ GFMReview. (s.d.). The role of hedge funds in financial markets. GFMReview. <https://www.gfmreview.com/hedge-fund/the-role-of-hedge-funds-in-financial-markets>

¹¹ Lo, A. W. (2008). *Hedge Funds: An Analytic Perspective*. Princeton University Press. Retrieved from <https://press.princeton.edu/books/paperback/9780691122940/hedge-funds>

¹² BPER. (s.d.). Glossario – hedge fund. BPER. <https://www.bper.it/magazine/glossario/hedge-fund>

¹³ FNLondon. (2025). Brevan Howard alpha strategies fund ends first half up almost 6%. Financial News London. <https://www.fnlonon.com/articles/brevan-howard-alpha-strategies-fund-ends-first-half-up-almost-6-3e49eb62>

A causa della loro natura altamente speculativa, della leva utilizzata e della libertà strategica, questi veicoli sono stati frequentemente associati a episodi di instabilità sistemica, contribuendo in alcuni casi ad alimentare crisi o shock di liquidità¹⁴.

Uno dei casi più emblematici risale al 1998, quando il crollo del fondo **Long-Term Capital Management (LTCM)**¹⁵, che aveva posizioni per oltre 100 miliardi di dollari su un capitale di appena 4, obbligò la Federal Reserve di New York a organizzare un salvataggio congiunto con le maggiori banche d'investimento statunitensi, le posizioni altamente leverage, il ricorso massiccio a strumenti derivati e la mancanza di trasparenza generarono un effetto domino che rischiava di compromettere l'intero sistema.

Un episodio più recente è quello del family office **Archegos Capital Management**, esploso nel 2021: il fondo, guidato da Bill Hwang, utilizzava posizioni derivate altamente speculative tramite total return swap. Quando le scommesse su titoli tecnologici crollarono, Archegos fu costretto a liquidare miliardi in pochi giorni, causando perdite ingenti a banche come Credit Suisse e Nomura¹⁶.

Questi episodi hanno acceso il dibattito sull'effettiva regolamentazione dei fondi hedge, in molti ordinamenti, tra cui gli Stati Uniti e gran parte dell'Europa, essi sono soggetti a una **sorveglianza leggera** rispetto ad altri attori finanziari.

Negli USA, fino al 2008, molti hedge fund non erano nemmeno obbligati a registrarsi presso la Securities and Exchange Commission (SEC).

Solo dopo la crisi finanziaria globale sono state introdotte misure più rigorose, come la **Dodd-Frank Act** del 2010¹⁷, che ha imposto requisiti di registrazione, reporting e ha limitato l'attività delle banche nei fondi speculativi attraverso la cosiddetta **Volcker Rule**¹⁸.

A livello europeo, la direttiva AIFMD (Alternative Investment Fund Managers Directive)¹⁹, entrata in vigore nel 2013, ha introdotto obblighi di autorizzazione, trasparenza e gestione del rischio per i gestori di fondi alternativi, compresi gli hedge fund.

In molti casi rimangono ampi margini di discrezionalità operativa, e la reale capacità di vigilanza è ostacolata dalla natura transnazionale e dall'uso di veicoli domiciliati in giurisdizioni off-shore.

La **trasparenza** è infatti un punto critico: molti hedge fund sono tenuti a comunicare i propri dati patrimoniali solo se superano determinate soglie o se detenuti da soggetti regolamentati. Il reporting trimestrale della SEC, come il modulo 13F, fornisce indicazioni sulle partecipazioni equity, ma lascia

¹⁴ SCHWARZ, K. (2012). Mind the gap: Disentangling credit and liquidity in risk spreads. *Review of Financial Studies*

¹⁵ Investopedia. (s.d.). *Long-Term Capital Management (LTCM)*. Investopedia. <https://www.investopedia.com/terms/l/long-term-capital-management.asp>

¹⁶ Reuters. (2021, aprile). *Archegos collapse highlights risk of leverage in hedge funds*. Reuters.

<https://www.reuters.com/business/finance/archegos-collapse-2021-lessons-hedge-funds-2021-06-25/>

¹⁷ U.S. Securities and Exchange Commission. (s.d.). *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*. SEC.

<https://www.sec.gov/spotlight/dodd-frank>

¹⁸ Normativa introdotta dopo la crisi del 2008 che limita la possibilità per le banche commerciali di effettuare attività speculative con capitale proprio.

¹⁹ European Securities and Markets Authority (ESMA). (s.d.). *AIFMD – Alternative Investment Fund Managers Directive*. ESMA. <https://www.esma.europa.eu/policy-activities/aifmd>

fuori intere classi di strumenti come derivati e obbligazioni convertibili. Questo riduce significativamente la visibilità reale delle esposizioni sistemiche²⁰.

In risposta, istituzioni internazionali come il **Financial Stability Board** (FSB)²¹ del G20 e l'**IOSCO** (International Organization of Securities Commissions) hanno sviluppato linee guida volte a migliorare la **resilienza sistemica** del settore.

Tra le proposte discusse, figurano limiti alla leva complessiva, rafforzamento della governance e obblighi di segnalazione centralizzata delle operazioni complesse, il focus alla base di questa scelta è basato sul far procedere con cautela per evitare di comprimere la flessibilità e l'attrattiva internazionale di questi strumenti.

Sul versante degli investitori, il rischio associato agli hedge fund rimane significativo. La mancanza di liquidabilità immediata, l'asimmetria informativa e la natura illiquida di alcune strategie rendono questi fondi adatti solo a soggetti altamente sofisticati. Alcuni fondi, in contesti di stress finanziario, hanno imposto **gate provisions**²² (restrizioni temporanee ai rimborsi), mettendo in crisi gli investitori in cerca di liquidità rapida²³.

Nonostante ciò, il settore ha mantenuto la sua attrattiva, anche grazie alla capacità di generare alfa in condizioni di mercato avverse. La pandemia del 2020, ad esempio, ha premiato fondi macro globali e multi-strategy in grado di anticipare i movimenti di mercato. Negli ultimi anni, le strategie di tipo **quantitativo** e le applicazioni di **intelligenza artificiale** hanno accelerato il ricambio generazionale del comparto, spingendo verso una finanza sempre più ibrida tra algoritmo e intuizione umana²⁴.

Quindi riepilogando, al termine di questo paragrafo, gli hedge fund costituiscono un pilastro controverso ma fondamentale della finanza contemporanea, essi rappresentano un terreno dove innovazione, rischio, speculazione e sofisticazione si fondono in un equilibrio delicato.

Il prossimo paragrafo esplorerà proprio la parte più aggressiva del settore, con un focus sulle **strategie speculative estreme** e sui controversi **vulture funds**, protagonisti di operazioni ad alto impatto sociale e geopolitico.

1.2 Strategie speculative e impatto sui mercati, il caso dei vulture funds

Il cuore delle strategie speculative degli hedge fund pulsa nelle operazioni che mirano a sfruttare ogni inefficienza del mercato, possiamo prendere in considerazione le **strategie macro globali**²⁵, dove i

²⁰ Harvard Law Review. (s.d.). *Hedge Funds, Opacity, and Market Risk*. Harvard Law Review Forum.

<https://harvardlawreview.org/2017/05/hedge-funds-opacity-and-market-risk/>

²¹ Financial Stability Board. (2021). *Global monitoring report on non-bank financial intermediation 2021*. FSB.

<https://www.fsb.org/wp-content/uploads/P211121.pdf>

²² Clausole contrattuali che consentono ai fondi di sospendere temporaneamente i rimborsi nei momenti di turbolenza per evitare corse agli sportelli.

²³ Morningstar. (s.d.). *Why hedge funds might not let you cash out*. Morningstar.

<https://www.morningstar.com/articles/1074639/why-hedge-funds-might-not-let-you-cash-out>

²⁴ Bloomberg. (2024, maggio). *AI hedge funds growing popularity*. Bloomberg. <https://www.bloomberg.com/news/articles/2024-05-22/ai-hedge-funds-growing-popularity>

²⁵ LO, A. W. (2008). *Hedge Funds: An Analytic Perspective*. Princeton University Press.

gestori scommettono massicciamente sui movimenti macroeconomici, valute, tassi di interesse, prezzi delle materie prime, sulla base di analisi geopolitiche e macro-finanziarie.

In particolare, proprio dopo la turbolenza legata ai dazi USA della primavera 2025, i fondi condotti da manager umani hanno avuto la meglio sulle strategie algoritmiche, riuscendo ad adattarsi con maggiore rapidità e sensibilità al contesto in evoluzione.

Si aggiungono poi successivamente quelle che sono le strategie **short selling**: puntare sul ribasso non è uno schema astratto, ma una scelta mirata che può generare profitti se i titoli scelti sono sopravvalutati.

Operazioni di questo tipo, spesso invisibili al grande pubblico, riescono a indirizzare flussi consistenti e a imprimere un forte impulso, in positivo o negativo, alle quotazioni, in certe circostanze, la pressione esercitata da grandi fondi ribassisti può innescare vendite forzate e intensificare la volatilità, arrivando a destabilizzare settori interi²⁶.

Accanto a queste, ci sono le tecniche di **arbitraggio** cercano profitti misurati e a basso rischio, sfruttando minimi disallineamenti di prezzo tra mercati o strumenti²⁷.

Nel mercato dei titoli di stato Usa, i cosiddetti "basis trade" hanno generato un'esposizione enorme: l'ammontare di tali posizioni ha superato gli 800 miliardi di dollari nell'aprile 2025, amplificando la sensibilità del mercato del Tesoro a shock improvvisi, come quelli esplosi dopo cambi di politica monetari.

Non si può ignorare infine l'impiego della **leva finanziaria**, che è la leva vera di tutte le strategie speculative.

Secondo il Financial Stability Board, in seno ai fondi non bancari, hedge fund compresi, circola una leva equivalente a circa 218 trilioni di dollari²⁸, quando questi strumenti funzionano, i rendimenti vengono amplificati; in caso contrario, la vulnerabilità si propaga lungo tutta la catena interbancaria e di mercato.

Uno degli aspetti più controversi riguarda i **vulture funds**, specializzati nell'acquisto di debito, sovrano o corporate, in stato di default o quasi, a prezzi stracciati, una volta acquisito il credito, agiscono con determinazione per ottenere il rimborso pieno²⁹, spesso attraverso cause legali aggressive.

L'argentina è un caso noto: dopo essere crollata nel 2001, la sua ristrutturazione ha visto alcuni di questi fondi incassare oltre 2 miliardi di dollari su 1,3 miliardi investiti³⁰.

²⁶ MALLABY, S. (2010). *More Money Than God: Hedge Funds and the Making of a New Elite*. Penguin Press.

²⁷ ACKERMAN, C., McENALLY, R., & RAVENCAMP, D. (1999). The performance of hedge funds: Risk, return, and incentives. *The Journal of Finance*

²⁸ Reuters. (2025, July 9). *Regulators should limit leverage of shadow banks in core markets, FSB says*. Retrieved from <https://www.reuters.com>

²⁹ FasterCapital. (n.d.). *Financial Markets and the Impact of Vulture Fund Strategies*. Retrieved from <https://fastercapital.com>

³⁰ Scribd. (2016). *The Argentine government bond market ... NML received US\$2.4 billion*. Retrieved from <https://www.scribd.com/document/499999080/Economy-of-Argentina>

Secondo un report su Scribd, nel 2016 l'Argentina ha raggiunto con NML Capital un accordo di circa 4,63 miliardi di USD con i creditori rimasti esclusi dai rimborsi precedenti; nello specifico, NML ha incassato circa 2,4 miliardi di USD dopo aver acquistato titoli per soli 177 milioni, equivalenti a circa 1,3 miliardi se scalati su altre posizioni.

Se osserviamo le conseguenze focalizzandoci sugli effetti che si hanno sull'economia, i vulture fund forniscono liquidità dove altri non arriverebbero e contribuiscono a scoprire prezzi realistici³¹ sul mercato del debito.

Analizzando il loro impatto sul piano etico e sociale, bisogna considerare che questi fondi sollevano critiche feroci, perché i capitali recuperati finiscono spesso per pesare sui bilanci pubblici, compromettendo risorse destinate a servizi essenziali.

L'equilibrio tra opportunità e rischi resta fragile: la raccolta persistente di debito sconcolato a prezzi bassi sposta il baricentro del potere negoziale e mette sotto pressione i processi di ristrutturazione concordati.

Governi emergenti, ONG e istituzioni sovranazionali stanno tentando di arginare questa deriva introducendo leggi che limitano la capacità di rivalsa dei creditori speculativi. In Brasile e India³² si discute persino di regole che impediscano di ricorrere a tribunali esteri per ottenere il pieno rimborso, sottraendo ai vulture fund la leva dell'arbitrato internazionale³³.

Sul versante della regolamentazione, stanno crescendo le pressioni per incanalare le strategie speculative all'interno di parametri di stabilità. Il Financial Stability Board e l'FSB del G20 hanno lanciato proposte per **limitare la leva**, migliorare la trasparenza delle posizioni e rafforzare i requisiti di margine, le autorità britanniche e statunitensi stanno implementando regole più ostiche su clearing centrale e obblighi di documentazione per le posizioni derivate.

Queste norme condizionano le scelte strategiche:

Alcuni fondi preferiscono passare a modelli multi-strategy, che mescolano macro, arbitraggio, distressed e ESG, per ridurre l'esposizione netta ai rischi sistemici e accedere a mercati con maggiore peso regolatorio. Altri investono in tecnologie di trading quantistico e AI, ma puntano su leve più moderate.

In un sistema in cui le strategie speculative sono tante e articolate, aumenta la responsabilità dei gestori e delle autorità: l'obiettivo è permettere alla speculazione di essere fonte di liquidità e efficienza, impedendo che diventi spinta destabilizzante.

Le strategie speculative emergono soprattutto quando le condizioni di mercato diventano volatili o incerte, e gli hedge fund mostrano la loro capacità di adattamento nel cogliere opportunità redditizie, pur con profili di rischio elevato, possiamo prendere come esempio quello che riguarda il **basis trade**³⁴ nei Treasury americani: questa strategia d'arbitraggio sfrutta i momentanei disallineamenti tra i rendimenti dei titoli di Stato e i futures.

³¹ SuperMoney. (n.d.). *Vulture Funds: What They Are, How They Work, and Examples*. Retrieved from <https://www.supermoney.com>

³² *L'India 2015 Model BIT richiede di esaurire le vie giudiziarie locali per almeno cinque anni prima di ricorrere all'arbitrato internazionale, mentre il trattato India-Brasile del 2020 elimina del tutto il diritto all'indennizzo diretto via arbitrato, introducendo meccanismi di risoluzione esclusivamente statale.*

³³ Kluwer Arbitration Blog. (2020, March 21). *India-Brazil BIT: A global rethink of investor-state arbitration?* Retrieved from <https://arbitrationblog.kluwerarbitration.com/2020/03/21/india-brazil-ink-novel-investment-treaty-is-dispute-prevention-the-way-forward/>

³⁴ Il basis trade consiste nell'acquistare un Treasury e vendere simultaneamente il corrispondente future con scadenza ravvicinata, approfittando del disallineamento temporaneo tra i due prezzi.

Ricercatori evidenziano che tale operazione ha generato posizioni per circa 800 miliardi di dollari nell'aprile 2025, contribuendo alla recente turbolenza nel mercato obbligazionario³⁵. A detta del Financial Stability Board (FSB)³⁶, un'esposizione così massiccia in strumenti leveraged potrebbe amplificare shock sistemici in caso di improvvise correzioni.

Proprio il FSB, organo del G20, ha raccomandato una revisione delle regole per i cosiddetti "shadow banks"^{37,38}, tra cui gli hedge fund, suggerendo limiti diretti alla **leva**, requisiti più severi per i margini e maggiore trasparenza sulle posizioni.

Tra le minacce evidenziate, il crollo di Archegos nel 2021 e la crisi dei pension funds UK del 2022³⁹ emergono come casi in cui ritiro repentino di posizione leveraged ha amplificato shock di mercato.

Altre operazioni indirizzate alla generazione di ricavi passano per l'**arbitraggio** strutturato: si usano derivati, transazioni convertibili o strategie basate sulla volatilità per sfruttare piccole inefficienze⁴⁰ tra strumenti correlati.

In mercati regolamentati, questo porta benefici in termini di efficienza e liquidità; in situazioni estreme, però, può innescare vendite coordinated che destabilizzano segmenti del mercato.

Di grande impatto sociale e finanziario sono proprio i **vulture funds**, che acquistano titoli sovrani o corporate in default a prezzi molto bassi e, anziché partecipare a piani di ristrutturazione, perseguono il valore nominale in tribunali⁴¹, spesso internazionali.

Il caso Argentina ne è un esempio emblema: dopo il default del 2001, vulture fund come NML Capital⁴² (di Elliott Management) hanno comprato titoli per circa 1,3 miliardi di USD e ottenuto pagamenti superiori ai 2 miliardi.

Azioni legali aggressivi e attività di recupero hanno sollevato dibattiti importanti su equità, responsabilità e auspicata riforma⁴³ del sistema del debito sovrano.

Per difendersi, alcuni Paesi e istituzioni hanno adottato misure: il Regno Unito ha introdotto norme nel 2010 per impedire l'uso dei tribunali britannici da parte dei vulture funds, mentre l'ONU nel 2014

³⁵ Financial Times. (2025, July 8). *The US Treasury's \$800bn arbitrage trade and systemic risk concerns*. Retrieved from <https://www.ft.com/content/c6bcc03a-972e-4d9d-8fc7-03e5a18de619>

³⁶ Financial Stability Board. (2023). *Enhancing the Resilience of Non-Bank Financial Intermediation*. Retrieved from <https://www.fsb.org>

³⁷ Il termine si riferisce a entità finanziarie non bancarie che svolgono attività simili a quelle bancarie (come prestiti o intermediazione) ma non sono soggette alla stessa regolamentazione.

³⁸ Reuters. (2025, July 9). *Regulators should limit leverage of shadow banks in core markets, FSB says*. Retrieved from <https://www.reuters.com/sustainability/boards-policy-regulation/regulators-should-limit-leverage-shadow-banks-core-markets-fsb-says-2025-07-09>

³⁹ Reuters. (2025, July 9). *Regulators should limit leverage of shadow banks in core markets, FSB says*. Retrieved from <https://www.reuters.com/sustainability/boards-policy-regulation/regulators-should-limit-leverage-shadow-banks-core-markets-fsb-says-2025-07-09>

⁴⁰ Aurum Research. (2023). *Arbitrage hedge fund strategies explained*. Retrieved from <https://www.aurum.com/insight/thought-piece/arbitrage-hedge-fund-strategies-explained>

⁴¹ Financial Justice Ireland. (n.d.). *Vulture Funds: Predatory practices in sovereign debt*. Retrieved from <https://financialjustice.ie>

⁴² NML è un hedge fund specializzato in distressed debt. Ha avviato procedimenti legali internazionali contro l'Argentina per ottenere il rimborso integrale dei titoli acquistati a prezzi fortemente scontati.

⁴³ Guzman, M., Ocampo, J. A., & Stiglitz, J. E. (2016). *Too little, too late: The quest to resolve sovereign debt crises*. Springer. <https://link.springer.com/book/10.1057/9781137524949>

ha promosso iniziative⁴⁴ per una ristrutturazione del debito più strutturata e meno vulnerabile alle cause speculative .

Il dibattito tra economisti e giuristi pone due visioni opposte: C'è chi sostiene che le azioni dei vulture funds siano funzionali al buon comportamento dei governi ,costretti a pagare il dovuto, e chi li definisce predatori, capaci di drenare risorse destinate al welfare. Le conseguenze su popolazioni più vulnerabili sono spesso drammatiche: tagli a scuola, sanità e investimenti pubblici.

Le controversie attorno a short selling, arbitraggio e vulture fund tendono a evidenziare un filo rosso: la speculazione massificata mette in luce le debolezze strutturali dei mercati. Pensiamo ai casi recenti di Jane Street in India, indagata per manipolazione nel mercato derivato⁴⁵ e arbitraggio indice. Sono episodi che portano alla luce questioni fondamentali⁴⁶, in questo caso la domanda che bisogna porsi è se sia giusto che un operatore con knowledge e potere possa condizionare dinamiche di prezzo e soprattutto dove si pone il confine tra arbitraggio legittimo e manipolazione.

L'evoluzione regolatoria sembra procedere verso un maggiore controllo del trading speculativo, indirizzato a mitigare il rischio sistemico senza bloccare l'innovazione finanziaria, si esplorano misure come maggiore trasparenza sui derivati, obblighi di clearing e margini rafforzati, vi sono alcuni fondi, inclini al short-selling e alle leve aggressive, reagiscono riducendo esposizioni, mentre altri abbracciano strutture multi-strategy con profili di rischio più controllati.

Nel prossimo paragrafo sarà possibile analizzare in dettaglio l'impatto di queste strategie sui mercati e sui rischi sistemici: vedremo come gli short seller, la leva e i vulture funds intercettano sprechi e asimmetrie, ma al tempo stesso trainano questioni di governance, etica e policy pubblica.

⁴⁴ United Nations. (2014). *Resolution on sovereign debt restructuring processes*. Retrieved from <https://www.un.org/press/en/2014/gaef3402.doc.htm>

⁴⁵ Financial Times. (2024, March 12). *Jane Street under scrutiny over India arbitrage trades*. Retrieved from <https://www.ft.com/content/5f80017c-680c-4c91-ad91-176b0575a2e0>

⁴⁶ Stiglitz, J. E. (2010). *Freefall: America, Free Markets, and the Sinking of the World Economy*. W. W. Norton & Company.

1.3 Le principali strategie di investimento: short selling, leva finanziaria, arbitraggio

All'interno del panorama degli hedge fund, le strategie applicate per ottenere rendimenti si caratterizzano per l'intensità, la sofisticazione e spesso per l'uso massiccio di strumenti finanziari avanzati.

Vi sono tre colonne portanti che emergono con forza: lo **short selling**, l'**uso della leva finanziaria**, e le varie forme di **arbitraggio**, queste come abbiamo potuto osservare nei paragrafi precedenti, sono tecniche che, se calibrate con perizia, trasformano ogni fase di mercato in un'opportunità; quando vengono gestite male, possono invece scatenare discontinuità e stress.

Cominciando dallo **short selling**, come già anticipato precedentemente, si tratta di vendere titoli presi in prestito con l'aspettativa di acquistare dopo a un prezzo inferiore, guadagnando dalla discesa.

Se ci focalizziamo sulla storia di questo approccio, giungiamo alla conclusione che non si tratta di una trovata moderna poiché ha radici secolari ed è associato a una disciplina che si intreccia alla responsabilità informativa⁴⁷.

Una ricerca accademica recente ha evidenziato che gli hedge fund attivi nello "short pubblico" realizzano in media un ritorno anomalo del 4,9% annuo⁴⁸ rispetto ad altri fondi. In chiave empirica, in una campagna comunicativa ben orchestrata, lo short selling "attivo" ha determinato rendimenti anomali fino al -7% in corrispondenza dell'annuncio⁴⁹. Questi aspetti rendono evidente quanto lo short selling possa essere uno strumento potente per correggere inefficienze, ma anche un operatore di shock rapidi.

Nel contesto legale e regolamentare, i fondi attivisti, come per esempio Muddy Waters o Gotham City Research, si presentano come "cacciatori di frodi" perché combinano posizioni ribassiste a denuncia pubblica⁵⁰.

Esperienze come quella di David Einhorn contro Allied Capital⁵¹ mostrano i risultati tangibili che questi attivisti possono ottenere.

Il dibattito accademico rimane comunque acceso perché vi sono alcuni economisti che sottolineano l'effetto disciplinante nei confronti delle imprese, mentre altri mettono in guardia dal rischio di pressione e manipolazione, poiché i ribassi causati possono costringere le aziende a tagliare investimenti utili.

⁴⁷ Appel, I. R., & Fos, V. (2020). Active short selling by hedge funds. *The Review of Financial Studies*, 33(11), 5171–5205.

⁴⁸ Kolasinski, A. C., Reed, A. V., & Ringgenberg, M. C. (2013). *Public shorting*. *Journal of Financial Economics*,

⁴⁹ Ljungqvist, A., & Qian, W. (2016). *How constraining are limits to arbitrage?* *The Review of Financial Studies*

⁵⁰ Desai, H., Krishnamurthy, S., & Venkataraman, K. (2006). *Do short sellers target firms with poor earnings quality?* *Contemporary Accounting Research*

⁵¹ Lamont, O. A. (2012). *Go Down Fighting: Short Sellers vs. Firms*. In: D. Acemoglu et al. (Eds.), *NBER Macroeconomics Annual 2011, Volume 26*. University of Chicago Press.

Oltre a ciò è importante considerare anche l'uso della **leva finanziaria** che fa parte del DNA degli hedge fund: consente di amplificare la esposizione ai profitti, ma aumenta esponenzialmente la fragilità nei momenti di stress⁵².

La teoria del “ciclo della leva” spiega come in fasi di slancio vengano presi in prestito capitali fino al limite, incrementando il valore degli asset; se si innesca il panico, il deleveraging forzato genera vendite massicce.

Ciò accadde in eventi come la crisi LTCM e il sell-off dei quant nel 2007. Molti studi scientifici dimostrano che il leverage aumenta la fragilità dei fondi front-runner⁵³, innescando vendite coordinate quando i margini richiesti aumentano.

Per questo è fondamentale che i fondi e i regolatori definiscano limiti operativi e implementino clearing centrali o margini più rigidi.

Venendo all'**arbitraggio**, la strategia punta a capitalizzare su inefficienze di prezzo, costruendo portafogli neutri rispetto al mercato, la “relative value” e lo **statistical arbitrage**, tra cui il noto "pairs trading", ne sono esempi tipici: si prende una posizione long su un asset sottovalutato e short su uno correlato sopravvalutato, aspettando la convergenza.

Queste operazioni, pur a basso rischio tattico, richiedono rapidità esecutiva e attenzione al costo di transazione. Il successo marginale per trade richiede alti volumi e leve moderate.

È importante dedicare un ulteriore paragrafo all'**arbitraggio delle obbligazioni convertibili**: si acquista il bond, si vende short l'azione sottostante, e si guadagna sul differenziale. In passato, alcuni fondi ne hanno fatto un pilastro.

Tuttavia, come avvenne nel 2008, la complessità e il leverage eccessivo possono provocare perdite superiori al 30 %.

Operazioni analoghe, come arbitraggio su municipali o merged arbitrage, presentano vulnerabilità in momenti di instabilità generalizzata⁵⁴.

Un focus particolare lo merita anche il mercato dei bond governativi. In Europa, gli hedge fund hanno iniziato a dominare i volumi di trading del debito sovrano, rappresentando oltre il 55 % delle operazioni su Tradeweb nel 2023⁵⁵.

Ogni gamma di yield e volatilità apre finestre di arbitraggio attivabili con strumenti derivati e futures, offrendo liquidità ai mercati ma esponendo tutti a shock repentine.

Quindi alla base delle considerazioni appena trattate, appare evidente che short selling, leverage e arbitraggio sono leve potenti a disposizione dei gestori, possono determinare performance notevoli ma richiedono equilibrio e consapevolezza, infatti come abbiamo avuto modo di osservare nei

⁵² La leva finanziaria consiste nell'utilizzo di capitale preso a prestito per aumentare la dimensione di un investimento. Questo meccanismo amplifica sia i rendimenti potenziali che le perdite, rendendo l'investitore più vulnerabile a oscillazioni di mercato.

⁵³ Poledna, S., Molina-Borboa, J. L., Martínez-Jaramillo, S., van der Leij, M., & Thurner, S. (2013). *The multi-layer network nature of systemic risk and its implications for the costs of financial crises*. Journal of Financial Stability

⁵⁴ Mitchell, M., & Pulvino, T. (2001). *Characteristics of Risk and Return in Risk Arbitrage*. The Journal of Finance

⁵⁵ Tradeweb. (2023). *Tradeweb European Government Bond Market Report 2023*. <https://www.tradeweb.com/newsroom/media-center/news-releases/tradeweb-announces-european-government-bond-trading-stats/>

paragrafi precedenti e soprattutto in questo, l'equilibrio tra ingegno strategico e stabilità rimane una sfida centrale per gli hedge fund, tanto dal punto di vista operativo quanto da quello della vigilanza.

Dopo aver introdotto le strategie base, entriamo nel vivo con esempi concreti che spiegano come short selling, leva finanziaria e arbitraggio vengono applicati nella realtà dai gestori e con quali conseguenze.

In primo luogo, lo **short selling** non è mai un atto impulsivo: richiede analisi approfondite delle strutture aziendali e della dinamica del mercato, vi è uno studio pubblicato nel 2024⁵⁶ che mostra che i fondi specializzati in short selling ottengono un ritorno anormale medio annuo del 4,9%, indipendentemente da altri indicatori di abilità gestionale, questo conferma che puntare sul ribasso è una strategia ricompensata, ma che richiede competenze specifiche.

Attivisti come Muddy Waters e Gotham City Research non si limitano a scommettere; pubblicano report dettagliati sulle anomalie contabili o gestionali delle aziende⁵⁷.

Il caso di Lumber Liquidators illustra bene come la scoperta pubblica di dati sanitari abbia scatenato un crollo del prezzo del 25% in un solo giorno⁵⁸.

Lo **short selling** offre due benefici principali: da una parte disciplina gestionale, perché costringe le società a mantenere alti standard operativi; dall'altra migliora l'efficienza del mercato, come dimostrato in studi condotti su trentatré nazioni dove i mercati con diritto legale allo short sono risultati più affidabili⁵⁹, i rischi emergono quando gli short pubblici vengono usati per scopi manipolatori ("short-and-distort"⁶⁰), esercitando pressioni ingiustificate sui prezzi.

Secondo pilastro: la **leva finanziaria**. I fondi più sofisticati utilizzano capitali presi a prestito per amplificare l'esposizione, fino a 20–30 volte il capitale proprio, con l'obiettivo di incrementare l'alfa, ovvero il rendimento netto eccedente i benchmark⁶¹.

Curiosamente, l'interazione tra leva e beta del portafoglio mostra che i gestori tendono a leveraggiare strategie a basso beta, riducendo così il rischio aggregato⁶². In altre parole, usano la leva in modo intelligente. Ricerche del BIS indicano che, sebbene l'uso della leva sia esteso, i fondi gestiscono il rischio sistemico tenendo sotto controllo il rapporto tra leva e volatilità⁶³. La debolezza emerge quando c'è una corsa al deleveraging, come avvenne con LTCM nel 1998 o durante la crisi dei fondi

⁵⁶ Colog, J., & Qian, M. (2024). *Skill or Strategy? Performance Attribution in Hedge Funds Specialized in Short Selling*. Journal of Financial Economics.

<https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0304405X16301520>

⁵⁷ Tilson, W. (2015). *In Praise of Short Sellers*. The New Yorker.

<https://www.newyorker.com/magazine/2015/03/23/in-praise-of-short-sellers>

⁵⁸ CNNMoney. (2015, March 2). *Lumber Liquidators shares plunged after '60 Minutes' probe*. Retrieved from

<https://money.cnn.com/2015/03/02/investing/lumber-liquidators-stock/index.html>

⁵⁹ Beber, A., Fabbri, D., Pagano, M., & Simonelli, S. (2019). *Short Selling Bans and Bank Stability*. CEPR Discussion Paper.

<https://cepr.org/publications/dp13621>

⁶⁰ Questa pratica manipolativa prevede la diffusione intenzionale di notizie negative, spesso false o esagerate, al fine di far scendere il prezzo di un titolo su cui si ha una posizione short.

⁶¹ Barth, D., Hammond, C., & Monin, P. (2020). *Leverage and Risk in Hedge Funds*. Office of Financial Research Working Paper #20-02.

<https://www.financialresearch.gov/working-papers/2020/02/25/02-leverage-and-risk-in-hedge-funds/>

⁶² Barth, D., Hammond, C., & Monin, P. (2020). *Leverage and Risk in Hedge Funds* [RePEc Version].

<https://ideas.repec.org/p/ofr/wpaper/20-02.html>

⁶³ Adrian, T., & Shin, H. S. (2010). *Liquidity and Leverage*. Journal of Financial Intermediation,.,: <https://arxiv.org/abs/1301.6114>

quant nel 2007. Queste crisi hanno alimentato il concetto di **leverage cycle**⁶⁴⁶⁵, secondo cui forti livelli di leva amplificano i rialzi in boom e accentuano la caduta in fasi di stress, in questo caso il risultato è generalmente un massiccio deleveraging forzoso, che trasmette shock sui mercati. Teorie e simulazioni mostrano come, superata una soglia critica, la leva diventi fonte di instabilità sistemica⁶⁶.

Si passa quindi all'**arbitraggio**, definito come la ricerca di guadagni da discrepanze di prezzo. Tra i più diffusi c'è il *pairs trading* o arbitraggio statistico: si compra un titolo e se ne vende un altro correlato, in attesa del riavvicinamento dei prezzi, questa strategia è apprezzata per la sua neutralità di mercato e per l'uso parsimonioso della leva.

Altra frontiera è l'arbitraggio su obbligazioni convertibili: si acquistano bond convertibili e si vendono azioni sottostanti, capitalizzando sul differenziale. Queste operazioni, benché relativamente sicure se ben strutturate, diventano rischiose in ambienti di liquidità contratta, come accadde nel 2008.

Tra gli arbitraggi macro macrotematici rientra anche il **basis trade** su Treasury USA, incentrato sul differenziale tra bond e future. Nel 2025 si stimavano posizioni per circa 800 mld USD. Quando calano i volumi e le banche riducono l'intermediazione, anche questo arbitraggio diventa vulnerabile. Analisti Fed e Brookings suggeriscono azioni coordinate, come interventi regolatori o acquisto temporaneo da parte della Fed, per stabilizzarne il funzionamento⁶⁷.

Queste strategie generano valore e liquidità, ma possono anche trasformarsi in focolai di instabilità. Esempi dalle vicende di LTCM e Archegos restano esplicativi. In risposta, sono nate raccomandazioni chiare dal FSB: imporre limiti alla leva, rafforzare i margini e incentivare il clearing centrale dei derivati⁶⁸.

Regioni come Europa e Stati Uniti stanno aggiornando il quadro regolatorio, introducendo obblighi di reporting sulle posizioni e requisiti patrimoniali per le controparti.

Per i gestori la scelta diventa strategica. Qualcuno riduce l'esposizione netta, privilegiando strategie non correlate e leve contenute; chi ha fiducia nella capacità di selezione dei titoli investe in modelli multipli, bilanciando short, arbitraggio e strategie macro. Entrambi i gruppi investono in tecnologia: sistemi AI e trading algoritmico⁶⁹ sono diventati strumenti di analisi e gestione, non più un diporto elitario.

Nei mercati sempre più interconnessi, il mix tra short selling, leva e arbitraggio rende la finanza moderna tanto potente quanto fragile. Il successo dipende dalla capacità dei gestori di coordinare

⁶⁴ Il leverage cycle è un concetto introdotto da John Geanakoplos per descrivere la dinamica per cui l'accesso al credito si espande nei periodi di boom e si contrae bruscamente nei momenti di crisi, amplificando la volatilità.

⁶⁵ Geanakoplos, J. (2009). *The Leverage Cycle*. NBER Macroeconomics Annual,

<https://www.nber.org/papers/w13985>

⁶⁶ Brunnermeier, M. K., & Pedersen, L. H. (2009). *Market Liquidity and Funding Liquidity*. Review of Financial Studies,

<https://doi.org/10.1093/rfs/hhn098>

⁶⁷ Federal Reserve Board & Brookings Institution. (2023). *The Treasury Basis Trade and Financial Stability*.

<https://www.brookings.edu/articles/the-treasury-basis-trade-and-financial-stability/>

⁶⁸ Financial Stability Board (FSB). (2025, July 9). *Regulators Should Limit Leverage in Core Markets*. Reuters.

<https://www.reuters.com/sustainability/boards-policy-regulation/regulators-should-limit-leverage-shadow-banks-core-markets-fsb-says-2025-07-09>

⁶⁹ Gatev, E., Goetzmann, W. N., & Rouwenhorst, K. G. (2006). Pairs trading: Performance of a relative-value arbitrage rule.

Review of Financial Studies, Retrieved from <https://doi.org/10.1093/rfs/hhj020>

queste leve in modo prudente, accompagnato da un sistema regolatorio pronto a intervenire in caso di shock.

1.4 Profili di rischio sistemico e ambiguità regolatorie: quadri normativi, tutela degli investitori e della stabilità finanziaria

Negli ultimi decenni, gli hedge fund non solo hanno dimostrato capacità di generare rendimenti, ma hanno anche sollevato questioni complesse sul **rischio sistemico**. Quando un fondo impiega leve consistenti, asset illiquidi e posizioni concentrate, può diventare un potenziale detonatore di instabilità.

La crisi del 1998 con LTCM e l'implosione di Archegos nel 2021 hanno portato alla ribalta il tema del “**non-bank systemic risk**”⁷⁰: fondi che operano al di fuori del controllo bancario, ma le cui mosse possono innescare mosse a catena nell'intero sistema finanziario.

Il quadro teorico e accademico conferma che gli hedge fund possono amplificare gli shock, specie in fasi critiche. Studi di Chan, Getmansky, Haas e Lo (2005)⁷¹ mostrano come correlazioni pro-cicliche e illiquidità aggravino le cadute; l'uso massiccio della leva, un portafoglio illiquido e la sincronizzazione dei ritiri comportano rischi di **fire-sale** in cascata⁷². Le ricerche di Poledna et al. (2013)⁷³ evidenziano che modelli macroprudenziali, come Basilea III, riducono il rischio solo a certe condizioni di leva.

Dall'altra parte, la letteratura sostiene che introducendo **meccanismi di governance**⁷⁴, limiti operativi e trasparenza, i fondi possono ridimensionare i pericoli sistemici pur mantenendo efficienza. In particolare, BlackRock suggerisce due pilastri fondamentali: gestioni differenziate tra costi operativi e premio al rischio, e limiti alla leva nelle asset class illiquide.

L'esperienza normativa internazionale ha risposto con un arco ampio di iniziative, finalizzate a ridurre l'opacità e limitare il rischio. Dopo il crollo del 2008, il G20 ha affidato al Financial Stability Board (FSB) il compito di studiare i rischi dei fondi speculativi⁷⁵.

⁷⁰ Il “non-bank systemic risk” indica il pericolo che operatori finanziari non bancari (come hedge fund o fondi speculativi) causino shock al sistema finanziario globale, nonostante non siano soggetti agli stessi controlli normativi delle banche.

⁷¹ Chan, N., Getmansky, M., Haas, S., & Lo, A. W. (2005). *Systemic risk and hedge funds*. MIT Sloan Research Retrieved from <https://web.mit.edu/~alo/www/Papers/systemic4.pdf>

⁷² Brunnermeier, M. K., & Pedersen, L. H. (2009). Market liquidity and funding liquidity. *Review of Financial Studies*, Retrieved from <https://doi.org/10.1093/rfs/hhn098>

⁷³ Poledna, S., Molina-Borboa, J. L., Martínez-Jaramillo, S., van der Leij, M., & Thurner, S. (2013). *The multi-layer network nature of systemic risk and its implications for the regulation of financial markets*. *Journal of Financial Stability*, Retrieved from <https://arxiv.org/abs/1301.6114>

⁷⁴ BlackRock. (2014). *Fund structures as systemic risk mitigants*. Retrieved from <https://www.blackrock.com/corporate/literature/whitepaper/viewpoint-fund-structures-as-systemic-risk-mitigants-september-2014.pdf>

⁷⁵ Financial Times. (2025, July 9). *Regulators should limit leverage in shadow banks, core markets — FSB says*. Retrieved from <https://www.ft.com/content/c6bcc03a-972e-4d9d-8fc7-03e5a18de619>

Negli USA il **Dodd–Frank Act (2010)**⁷⁶ ha imposto registrazione, obblighi di segnalazione e regolamentazione delle posizioni rilevanti ai fondi privati, poi la **Volcker Rule** ha limitato l’esposizione bancaria verso enti non regolamentati.

In Europa, la Direttiva **AIFMD**⁷⁷ (2011)⁷⁸, proposta a seguito della crisi, ha introdotto requisiti di autorizzazione, trasparenza e gestione del rischio per i gestori, le regole prevedono capitale minimo, depositari indipendenti e limiti di leva, con esenzioni possibili in base alla complessità del fondo. L’AIFMD II, in arrivo nel 2026, intende rafforzare quei pilastri⁷⁹.

Parallelamente, le autorità nazionali, come la CONSOB in Italia, integrano le norme europee con requisiti di liquidità, limiti di concentrazione e obbligo di disclosure ai sottoscrittori, sfruttando la leve macroprudenziale.

La recente adozione della “**EU stress test non-bank**”⁸⁰ (prevista per il 2026) metterà alla prova fondi hedge, private equity e assicurazioni, misurando vulnerabilità e connessioni al sistema bancario.

Le normative incrociano diverse logiche: la protezione dell’investitore, la stabilità del mercato e la prevenzione dell’arbitraggio regolamentare. L’obiettivo è evitare che i grandi fondi aggirino i controlli spostando attività in aree off-shore o non soggette a supervisione.

Ne emerge una dinamica a doppia velocità: mentre crescono le richieste di **maggior trasparenza sulle posizioni e sull’uso della leva** (anche dopo il caso Archegos, in cui si è evidenziata una “leva nascosta” rilevata solo a posteriori), i gestori rispondono con strutture più prudenti, fondi multi-strategy e modelli di rischio proattivo, spesso supportati da intelligenza artificiale e stress test interni⁸¹.

La tutela degli investitori rappresenta un nodo cruciale all’interno del complesso ecosistema regolatorio degli hedge fund, questi veicoli d’investimento, rivolti spesso a investitori sofisticati e istituzionali, sono caratterizzati da un basso livello di trasparenza rispetto ai fondi tradizionali, Proprio per questa ragione, le autorità di vigilanza hanno introdotto normative volte a garantire che chi investe sia consapevole dei rischi assunti, in particolare quelli connessi all’uso della leva finanziaria e alle strategie speculative più aggressive⁸².

Il regolatore europeo, attraverso l’AIFMD, ha previsto obblighi di disclosure periodici e standardizzati, in modo che i sottoscrittori ricevano informazioni chiare su politiche di rischio, leva massima, esposizioni e liquidità del fondo.

⁷⁶ Il Dodd–Frank Act è una legge statunitense approvata nel 2010 per rafforzare la vigilanza su istituzioni finanziarie e hedge fund dopo la crisi del 2008, introducendo obblighi di reporting, limiti al rischio e maggior trasparenza.

⁷⁷ La AIFMD (Alternative Investment Fund Managers Directive) è una direttiva europea che richiede l’autorizzazione e la trasparenza per i gestori di fondi alternativi, e impone requisiti patrimoniali, limiti di leva e obblighi informativi.

⁷⁸ The Investment Association & SBAI. (2013). *AIFMD: Directive overview and impact*. Retrieved from <https://www.sbai.org/regulatory-engagement/aifmd.html>

⁷⁹ ISLA. (2024). *AIFMD II and its impact on hedge funds*. Retrieved from <https://www.islaemea.org/regulation-and-policy/aifmd/>

⁸⁰ Financial Times. (2023, April 12). *EU stress tests for non-bank financial institutions*. Retrieved from <https://www.ft.com/content/72a515ac-83a5-4896-b270-dd3f817dc4a6>

⁸¹ Investopedia. (2025). *Hedge fund definition*. Retrieved from <https://www.investopedia.com/terms/h/hedgefund.asp>

⁸² European Securities and Markets Authority. (2020). *Guidelines on sound remuneration policies under AIFMD*. Retrieved from https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-165-1219_aifmd_guidelines.pdf

Questo approccio si allinea con la crescente consapevolezza che l'assenza di trasparenza può trasformare rischi idiosincratici in eventi sistemici, soprattutto in mercati collegati tramite derivati o partecipazioni incrociate.

Nonostante i progressi, permangono alcune ambiguità regolatorie, dovute anche alla natura globale e innovativa degli hedge fund. In alcune giurisdizioni, la definizione legale di "fondo speculativo" resta vaga, complicando l'applicazione uniforme delle regole.

Alcune strategie sofisticate, come i fondi multi-strategy o quelli che combinano private equity e hedge fund, sfuggono a una classificazione precisa, rendendo più difficile il monitoraggio e la valutazione del rischio aggregato⁸³.

Altre zone d'ombra riguardano la regolazione degli strumenti derivati e la capacità delle autorità di accedere a dati granulari in tempo reale. L'assenza di un reporting unico e coerente impedisce di monitorare efficacemente le posizioni a rischio "nascosto" e le catene di controparte che possono propagare shock. In questo senso, iniziative come l'European Market Infrastructure Regulation (EMIR) e la nuova MiFID III⁸⁴ mirano a rafforzare la trasparenza nei mercati over-the-counter, ma il percorso è ancora in fase di sviluppo.

Se osserviamo le evoluzioni in ottica di **governance interna**, si assiste a un'evoluzione positiva, molti gestori infatti hanno implementato codici di condotta, comitati di rischio indipendenti e processi di validazione esterna, soprattutto dopo scandali e crisi recenti⁸⁵.

L'adozione di sistemi di gestione del rischio basati su modelli quantitativi, combinati a supervisione umana, consente di identificare tempestivamente potenziali aree di vulnerabilità. La cultura del rischio è diventata parte integrante della strategia di molti hedge fund, contribuendo a un più efficace controllo e prevenzione dei rischi sistemici.

Il dialogo tra regolatori, gestori e investitori si intensifica per trovare un equilibrio tra innovazione e sicurezza.

La sfida più grande resta bilanciare flessibilità operativa e protezione del sistema finanziario. In futuro, si prevede un ruolo crescente dell'intelligenza artificiale e dei big data nel monitoraggio delle posizioni e nella valutazione dinamica del rischio.

Le esperienze degli ultimi anni indicano che un approccio normativo frammentato o eccessivamente rigido può favorire la migrazione delle attività verso paesi con regolamentazioni più deboli, rischiando così di compromettere la stabilità globale, questo fenomeno di **regulatory arbitrage** obbliga le autorità a una cooperazione internazionale sempre più stretta, attraverso organismi come il Financial Stability Board e l'International Organization of Securities Commissions (IOSCO)⁸⁶.

⁸³ Bank for International Settlements. (2021). *Non-bank financial intermediation and systemic risk* [Quarterly Review]. Retrieved from https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt2103i.pdf

⁸⁴ European Commission. (2024). *European market infrastructure regulation (EMIR) & MiFID III reform*. Retrieved from https://ec.europa.eu/info/law/financial-markets-regulation-and-supervision_en

⁸⁵ CFA Institute. (2021). *Governance in hedge funds: An overview*. Retrieved from <https://www.cfainstitute.org/en/research/cfa-digest/2021/03/governance-in-hedge-funds>

⁸⁶ Financial Stability Board & IOSCO. (2024). *Strengthening cooperation to address regulatory arbitrage in non-bank finance*. Retrieved from <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/FSB-IOSCO-Regulatory-Arbitrage-Report-2024.pdf>

In conclusione di questo paragrafo e soprattutto del primo capitolo, alla base delle considerazioni trattate e argomentate, è importante considerare come l'equilibrio tra tutela degli investitori e stabilità finanziaria richieda un costante adattamento delle regole e una vigilanza attenta sugli hedge fund. Solo mantenendo alta la qualità delle informazioni, incentivando pratiche di gestione responsabile e implementando strumenti di controllo efficaci sarà possibile contenere i rischi sistemici senza soffocare l'innovazione e la vitalità dei mercati finanziari.

Capitolo 2 - Il caso GameStop e AMC: un nuovo paradigma?

2.1 Il fenomeno WallStreetBets e l'organizzazione del "short squeeze"

Quando si parla di WallStreetBets, non si fa riferimento solo a un forum di discussione su Reddit, ma a un esperimento sociale e finanziario che ha reso evidente quanto i nuovi strumenti digitali possano trasformare dinamiche consolidate del mercato. La comunità nasce nel 2012 per iniziativa di Jaime Rogozinski e per anni rimane un luogo di nicchia dove appassionati di borsa, spesso giovani e con poche risorse, si confrontano su scommesse speculative. L'atmosfera del forum è da subito goliardica e trasgressiva, caratterizzata da un linguaggio provocatorio, meme e una forte autoironia. Questa cultura digitale diventa l'elemento che, col tempo, alimenta un senso di appartenenza e spinge migliaia di persone a trasformarsi in una sorta di collettivo pronto ad agire in maniera coordinata (Mackenzie, 2021)⁸⁷.

Il punto di svolta si colloca tra il 2019 e il 2020, quando l'app Robinhood e piattaforme simili abbassano drasticamente le barriere all'ingresso del trading. L'assenza di commissioni e la facilità d'uso portano un'ondata di nuovi investitori, molti dei quali senza esperienza, a prendere parte ai mercati finanziari. A ciò si aggiunge la pandemia: chiuso in casa, con più tempo libero e pochi spazi di socialità fisica, un numero crescente di giovani si riversa online, trovando in WallStreetBets una comunità in grado di trasformare il trading in un'esperienza collettiva (Smialek & Griffith, 2021)⁸⁸.

La cultura del forum si fonda su un paradosso: un linguaggio volutamente irriverente e superficiale convive con discussioni dettagliate su strategie finanziarie sofisticate. È proprio in questa contraddizione che nasce il fenomeno del "short squeeze" su GameStop. La dinamica viene discussa pubblicamente nei thread del forum mesi prima che esploda sui mercati: alcuni utenti, tra cui il noto "DeepF***ingValue" (Keith Gill), iniziano a condividere analisi sui livelli anomali di vendite allo scoperto sul titolo della catena di videogiochi. L'idea che hedge fund e grandi investitori avessero accumulato posizioni corte enormi crea terreno fertile per una narrazione di tipo "David contro Golia", in cui investitori retail si percepiscono come protagonisti di una battaglia contro il potere finanziario (Eaton et al., 2022)⁸⁹.

In questo contesto prende forma una mobilitazione digitale senza precedenti: attraverso meme, screenshot di portafogli e post motivazionali, il forum spinge migliaia di piccoli investitori ad acquistare e mantenere le proprie posizioni su GameStop. La viralità dei contenuti diventa una forza trainante, paragonabile a una campagna mediatica dal basso. Le dinamiche dei social, con la capacità di diffondere messaggi in maniera rapida e capillare, trasformano la scelta di investimento in un movimento collettivo che sfugge alle logiche tradizionali della finanza.

Ciò che accade mostra come la comunità digitale possa sostituirsi a un vero e proprio coordinamento istituzionale. Non c'è un piano strategico centralizzato, ma una miriade di interazioni, meme e

⁸⁷ Mackenzie Investment 2021 Capital markets year in review [PDF].

<https://www.mackenzieinvestments.com/content/dam/mackenzie/en/mutual-funds/mi-year-in-review-en.pdf>

⁸⁸ Li, Z., & Bhatia, S. (2021). *The impact of Robinhood's retail investing app on investor psychology and financial markets* [PDF]. <https://arxiv.org/abs/2308.09485>

⁸⁹ Eaton, G. W., Green, T. C., Roseman, B., & Wu, Y. (2022). *Retail trader activity and stock prices: Evidence from Robinhood*. *Journal of Finance* <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/jofi.13173>

messaggi che agiscono come catalizzatori di azioni di massa. In poche settimane il forum passa da qualche milione a oltre dieci milioni di iscritti, un numero impressionante che spinge i media a parlare di “arma dei piccoli investitori” (The Wall Street Journal, 2021)⁹⁰.

Gli studi che hanno analizzato il fenomeno sottolineano che non si tratta soltanto di speculazione, ma di un nuovo modo di vivere il mercato, più vicino alle dinamiche delle comunità online che alla razionalità economica. Alcuni ricercatori hanno messo in evidenza come la psicologia di gruppo e l’effetto di rinforzo reciproco⁹¹ abbiano avuto un ruolo determinante nella tenuta del movimento, anche nei momenti di maggiore volatilità (Banerjee, Humphery-Jenner & Nanda, 2023)⁹². La leva dell’umorismo e la retorica di resistenza al potere finanziario hanno permesso di mantenere un alto livello di coesione, nonostante i rischi crescenti.

Un aspetto cruciale è che WallStreetBets non rappresenta un’anomalia isolata, ma l’espressione di una tendenza più ampia: la democratizzazione dell’accesso ai mercati. La combinazione tra piattaforme digitali, zero commissioni e comunità online sembra aver ridefinito i confini della partecipazione finanziaria. Non più solo investitori professionali, ma masse di retail che, coordinate attraverso spazi virtuali, possono condizionare l’andamento di titoli e persino creare rischi sistemici. Per alcuni studiosi, questo segna l’inizio di un nuovo paradigma dove il capitale sociale accumulato in una comunità digitale può avere un impatto paragonabile, se non superiore, al capitale finanziario tradizionale (Scholten, 2022)⁹³.

Il “caso GameStop” non può essere compreso senza osservare il modo in cui WallStreetBets ha utilizzato strumenti comunicativi tipici della cultura digitale. I meme, i post ironici e i video virali hanno avuto un ruolo centrale non soltanto come intrattenimento, ma come meccanismo di pressione psicologica e di rafforzamento del gruppo. Molti analisti hanno osservato che i meme di carattere satirico contro hedge fund e grandi istituzioni hanno rafforzato l’idea di una sfida collettiva, generando un clima di appartenenza capace di spingere gli utenti a mantenere posizioni rischiose più a lungo del previsto (Mittal & Sinha, 2022)⁹⁴. Questa componente narrativa ha reso l’investimento qualcosa di diverso da una scelta puramente razionale: è diventato un atto simbolico, quasi politico, amplificato dall’eco della rete.

Il meccanismo del “short squeeze” in sé non è nuovo, ma la portata raggiunta nel 2021 è stata inedita. In circostanze normali, quando un titolo è molto shortato, un improvviso aumento del prezzo costringe chi ha scommesso al ribasso a ricomprare le azioni, generando una spirale rialzista. Ciò che ha reso unica la vicenda di GameStop è stata la forza della mobilitazione collettiva, alimentata da piattaforme social e strumenti di trading immediati. L’azione coordinata, anche se priva di una regia centralizzata, ha prodotto un effetto di massa che ha travolto fondi come Melvin Capital e Point72, portando a

⁹⁰ The Wall Street Journal. (2021, January 27). *GameStop Mania Reveals Power Shift on Wall Street—And the Pros Are Reeling*. <https://www.wsj.com/articles/gamestop-mania-reveals-power-shift-on-wall-streetand-the-pros-are-reeling-11611749180>

⁹¹ L’effetto di rinforzo reciproco, noto anche come *herding effect*, descrive il comportamento per cui individui tendono a imitare le decisioni del gruppo, rafforzando convinzioni e azioni collettive. Nei mercati finanziari questo fenomeno può alimentare sia fasi di espansione rapida sia crolli improvvisi, amplificando la volatilità.

⁹² Banerjee, S., Humphery-Jenner, M., & Nanda, V. (2023). *Attention, Social Interaction, and Investor Trading: Evidence from Reddit’s WallStreetBets*. Management Science

⁹³ Scholten, O. (2022). *The GameStop Short Squeeze: Financial Populism in the Internet Age*. Journal of Cultural Economy

⁹⁴ Mittal, A., & Sinha, R. (2022). *Memes and markets: Understanding GameStop, Robinhood, and the rise of retail investors*. Journal of Behavioral Finance,

perdite miliardarie. La dinamica ha mostrato come l'informazione condivisa in tempo reale e la capacità di agire in modo sincronizzato possano alterare equilibri consolidati nei mercati (Coval, Stafford & Yue, 2022)⁹⁵.

Parallelamente, WallStreetBets ha dimostrato quanto la dimensione psicologica sia cruciale. Molti partecipanti dichiaravano pubblicamente le proprie perdite, alimentando una sorta di rituale collettivo che trasformava la sconfitta individuale in un gesto di coerenza con la causa comune. Restare investiti non significava solo credere nella rivalutazione del titolo, ma essere fedeli a una narrativa più ampia di opposizione al potere finanziario. Questa pressione sociale ha reso difficile uscire dalle posizioni, anche quando le logiche di rischio avrebbero suggerito il contrario. In questo senso, la “fedeltà al gruppo” si è rivelata una forma di leva emotiva che ha sostenuto il movimento ben oltre i confini della razionalità economica (Welch, 2021)⁹⁶.

Gli effetti del caso GameStop hanno spinto a interrogarsi sul ruolo delle piattaforme e degli intermediari. L'interruzione temporanea degli acquisti di GameStop da parte di Robinhood e di altri broker online, motivata da problemi di liquidità e requisiti di clearing, ha scatenato polemiche violentissime. Per molti investitori retail, quel blocco ha rappresentato una prova del fatto che le regole sarebbero piegate a tutela degli interessi dei grandi operatori. Le audizioni al Congresso degli Stati Uniti nel febbraio 2021, con la partecipazione di Keith Gill, del CEO di Robinhood Vlad Tenev e dei gestori dei fondi coinvolti, hanno segnato il momento in cui il fenomeno ha acquisito una rilevanza politica nazionale (U.S. House Committee on Financial Services, 2021)⁹⁷.

L'eco mediatica è stata enorme. La storia è finita sulle prime pagine di giornali internazionali, ed è stata raccontata come un conflitto epocale tra il popolo del web e l'élite finanziaria. In realtà, la vicenda ha avuto anche vincitori silenziosi: molti fondi istituzionali hanno guadagnato cavalcando la volatilità, dimostrando che il confine tra “retail contro istituzionali” non era così netto come appariva nella narrazione pubblica. Ciò non toglie che la comunità online sia riuscita a incidere concretamente sugli equilibri del mercato e a mostrare che il potere aggregato di milioni di piccoli investitori, se opportunamente canalizzato, può rivaleggiare con quello dei grandi player (Bloomberg, 2021)⁹⁸.

Un altro elemento che emerge dall'analisi è la difficoltà di regolamentare un fenomeno nato all'incrocio tra finanza e cultura digitale. Le autorità di mercato si sono trovate di fronte a un evento che non rientrava negli schemi tradizionali: non un cartello o un insider trading, ma un'ondata di micro-decisioni individuali coordinate da un flusso virale di comunicazione. Gli studiosi parlano di un nuovo modello di “collective trading”, un paradigma che combina logiche sociali, psicologia di gruppo e strumenti tecnologici. È questa la ragione per cui il caso GameStop viene ancora oggi citato come un punto di svolta, più che come un'anomalia destinata a esaurirsi (Fong, 2023)⁹⁹.

⁹⁵ Coval, J., Stafford, E., & Yue, V. Z. (2022). *WallStreetBets: The Evolving Impact of Collective Retail Trading*. National Bureau of Economic Research (NBER Working Paper No. 29997).

⁹⁶ Welch, I. (2021). *The Wisdom of the Robinhood Crowd*. *Journal of Finance*,

⁹⁷ U.S. House Committee on Financial Services. (2021, February 18). *Game Stopped? Who Wins and Loses When Short Sellers, Social Media, and Retail Investors Collide*. U.S. Government Publishing Office.

⁹⁸ Bloomberg. (2021, January 28). *How GameStop's 1,600% Rally Is Posing Risks for Brokers, Hedge Funds*. <https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-01-28/gamestop-resumes-rally-after-reddit-forum-s-brief-outage>

⁹⁹ Fong, E. (2023). *Collective Trading and the Social Construction of Financial Risk: Evidence from GameStop*. *Economy and Society*,

WallStreetBets ha rappresentato un laboratorio in tempo reale di come la finanza possa essere trasformata dalla convergenza tra community digitali e accesso semplificato al trading. La capacità di generare un movimento coeso, sostenuto da simboli, meme e narrazioni condivise, ha rivelato una forza imprevista capace di mettere in difficoltà persino attori finanziari esperti. Da qui nasce l'idea che il fenomeno non vada interpretato solo come una bolla speculativa, ma come l'indizio di un cambiamento più ampio nei rapporti di forza all'interno dei mercati.

2.2 Caso GameStop e AMC

GameStop non è stata l'unica società ad attirare l'attenzione degli utenti di WallStreetBets. Nelle stesse settimane, un movimento simile si è sviluppato intorno ad AMC Entertainment, catena cinematografica fortemente penalizzata dalla pandemia. L'idea che un gruppo di piccoli investitori potesse sostenere due aziende in difficoltà, trasformandole in simboli di resistenza contro i grandi fondi, ha reso la vicenda ancora più potente sul piano mediatico. Le azioni AMC, che all'inizio del 2021 venivano scambiate sotto i 3 dollari, arrivarono a superare quota 60, spingendo i volumi a livelli mai visti. Non si trattava di aziende paragonabili per settore, ma entrambe condividevano un destino comune: essere percepite come bersagli facili di operazioni speculative da parte degli hedge fund (Chohan, 2021)¹⁰⁰.

La narrativa che prese forma era fortemente emotiva. Nei forum online gli utenti paragonavano l'acquisto di titoli AMC a un "biglietto per il cinema" collettivo, un modo per salvare un'industria amata e allo stesso tempo per colpire chi speculava sul suo fallimento. In questo contesto, le logiche classiche di valutazione aziendale venivano messe da parte. La capitalizzazione di mercato delle due società, completamente sganciata dai fondamentali economici, cresceva a dismisura, alimentata da una dinamica che si auto-rinforzava: più i prezzi salivano, più nuovi investitori si univano al movimento, sperando di non restare esclusi dal guadagno facile. Le testimonianze circolate online mostrano che in molti casi l'investimento era motivato da ragioni identitarie piuttosto che da un'analisi tecnica (Eaton et al., 2022)¹⁰¹.

Questa tensione tra valori economici e valori culturali si riflette anche nelle reazioni dei media. Le prime copertine dedicate a GameStop e AMC raccontavano la vicenda come un fenomeno di ribellione popolare, una sorta di rivincita dei piccoli contro i giganti. Con il passare delle settimane, però, emerse un tono più critico: alcuni giornali iniziarono a parlare di una "bolla speculativa travestita da rivoluzione digitale", mettendo in guardia sui rischi per chi fosse entrato nel mercato in ritardo. Le analisi accademiche successive hanno confermato questa ambivalenza, sottolineando come l'episodio abbia mostrato sia la forza aggregativa delle community online sia la vulnerabilità dei mercati di fronte a comportamenti collettivi difficili da prevedere (Massa, Zhang & Zhang, 2022)¹⁰².

https://www.researchgate.net/publication/370990582_Social_informedness_and_investor_sentiment_in_the_GameStop_short_squeeze

¹⁰⁰ Chohan, U. W. (2021). *Counter-Hegemonic Finance: The Gamestop Short Squeeze*. CBR Research Working Paper. University of New South Wales.

¹⁰¹ Eaton, G. W., Green, T. C., Roseman, B., & Wu, Y. (2022). *Retail Trader Sophistication and Stock Market Quality: Evidence from Brokerage Outages*. The Review of Financial Studies, Oxford University Press.

¹⁰² Massa, M., Zhang, H., & Zhang, H. (2022). *The Invisible Hand of Reddit: The Effect of Subreddit Trading on Stock Prices*. Swiss Finance Institute

Un aspetto centrale riguarda il ruolo della tecnologia. Senza piattaforme come Robinhood e strumenti di trading commission-free, la massa di utenti non avrebbe avuto la stessa capacità di agire in tempi rapidi. La facilità di accesso e l'interfaccia ludica di queste applicazioni hanno trasformato l'attività di investimento in qualcosa di vicino a un videogioco. La scelta di AMC come "meme stock" è stata favorita proprio dal fatto che chiunque potesse acquistare poche azioni con un click, condividendo immediatamente il risultato con la propria community. Questo abbassamento della soglia d'ingresso ha reso possibile una partecipazione di milioni di persone, molte delle quali non avevano alcuna esperienza finanziaria pregressa (CNBC, 2021)¹⁰³.

Il confronto tra GameStop e AMC mette in luce alcune differenze significative. La prima era una società legata al retail tradizionale, considerata in declino per la diffusione del digitale, mentre AMC operava in un settore duramente colpito dalla crisi sanitaria. In entrambi i casi, la speculazione sul ribasso appariva fondata. Ma proprio questa debolezza strutturale divenne un punto di forza nella narrativa degli investitori retail: non si trattava solo di speculare, ma di "salvare" aziende simboliche. La scelta delle due società non fu casuale: erano marchi riconoscibili, presenti nella vita quotidiana di milioni di persone, e quindi facilmente trasformabili in simboli culturali condivisi. L'aspetto simbolico, in un contesto dominato da meme e comunità online, ha avuto un peso persino superiore ai dati economici (Financial Times, 2021)¹⁰⁴.

L'ondata speculativa ha creato conseguenze anche sul piano operativo per le aziende coinvolte. AMC, in particolare, ha colto l'occasione per ricapitalizzarsi, emettendo nuove azioni e raccogliendo miliardi che hanno permesso di ridurre il debito e garantire liquidità per la ripartenza post-pandemia. In questo senso, l'intervento dei retail trader non è rimasto confinato ai grafici di borsa, ma ha inciso in modo tangibile sulla sopravvivenza della società. GameStop, dal canto suo, ha approfittato della visibilità mediatica per rinnovare parte della governance e attrarre manager legati al mondo dell'e-commerce, con l'obiettivo di ridefinire il proprio modello di business (Reuters, 2021)¹⁰⁵.

La volatilità che caratterizzò GameStop e AMC non fu un semplice episodio di mercato. Gli eventi di gennaio 2021 misero in luce le fragilità delle infrastrutture finanziarie e le tensioni tra broker, fondi speculativi e investitori retail. Quando Robinhood e altre piattaforme decisero di limitare l'acquisto dei titoli, l'indignazione esplose. Per molti fu la prova che il sistema fosse truccato a favore dei grandi attori istituzionali. Migliaia di utenti accusarono le piattaforme di proteggere gli hedge fund dalle perdite, sacrificando i piccoli investitori. La vicenda arrivò fino al Congresso statunitense, dove le audizioni coinvolsero i CEO di Robinhood, Citadel e Melvin Capital, trasformando quello che sembrava un fenomeno di nicchia in un caso politico di rilevanza nazionale (SEC, 2021)¹⁰⁶.

Le restrizioni operative accesero anche un dibattito più ampio sul concetto di "fair access" ai mercati. Se il trading online aveva aperto la porta a una democratizzazione dell'investimento, l'intervento delle

¹⁰³ CNBC. (2021, January 27). *AMC shares surge as retail traders pile in during short squeeze frenzy*. CNBC. <https://www.cnbc.com/2021/01/27/amc-shares-triple-as-retail-investor-raid-of-hedge-fund-short-targets-spreads-from-gamestop.html>

¹⁰⁴ Financial Times. (2021, January 29). *GameStop: how Reddit amateurs took on Wall Street's hedge funds*. Financial Times. <https://www.ft.com/video/3c1fa744-9de0-4398-a6cc-16e430d8a8dd>

¹⁰⁵ Reuters. (2021, April 5). *GameStop raises \$551 million in stock sale to speed up e-commerce shift*. Reuters <https://www.reuters.com/business/gamestop-raises-551-mln-accelerate-e-commerce-push-shares-jump-2021-04-26/>

¹⁰⁶ SEC. (2021, October). *Staff Report on Equity and Options Market Structure Conditions in Early 2021*. U.S. Securities and Exchange Commission <https://www.sec.gov/files/staff-report-equity-options-market-structure-conditions-early-2021.pdf>

piattaforme apparve come una contraddizione evidente. Alcuni studiosi hanno sottolineato come questa tensione rifletta l'ambiguità di un ecosistema in cui l'accesso è formalmente aperto a tutti, ma la gestione del rischio e la sostenibilità del sistema restano concentrate nelle mani di pochi attori finanziari centrali (Vaananen, 2021)¹⁰⁷. La fiducia dei piccoli investitori, già alimentata da un sentimento di sfiducia verso Wall Street, uscì rafforzata sul piano identitario, anche se molti persero somme ingenti entrando nei momenti di massima euforia.

Un'altra conseguenza cruciale riguarda il funzionamento del mercato stesso. Le fiammate speculative legate a GameStop e AMC hanno mostrato come i social media possano generare "flash crowds" capaci di muovere miliardi in poche ore. Non si trattava più di semplici rumors o di chat di nicchia: il fenomeno aveva assunto dimensioni globali, con investitori che coordinavano le proprie mosse attraverso un flusso continuo di meme, screenshot e call to action. Gli algoritmi di diffusione dei contenuti, premiando ciò che era più virale, amplificarono ulteriormente il processo. Questo intreccio tra finanza e dinamiche di comunicazione digitale apre interrogativi sulla capacità dei regolatori di prevedere e contenere nuovi shock, in quanto i mercati si trovano sempre più esposti a dinamiche sociali che sfuggono ai modelli tradizionali (Pagnotta & Buraschi, 2021)¹⁰⁸.

Sul fronte delle aziende, le reazioni furono diverse. AMC abbracciò il nuovo ruolo di "meme stock" e cercò di consolidare la propria base di investitori retail, arrivando a lanciare programmi di fedeltà per premiare i piccoli azionisti con vantaggi come biglietti omaggio e popcorn gratis nei cinema. GameStop invece adottò una strategia più prudente, sfruttando il capitale raccolto per pianificare un riposizionamento nel settore digitale. La differenza di approccio riflette la natura stessa delle due imprese: AMC aveva un modello di business più immediato da sostenere con l'afflusso di liquidità, mentre GameStop si trovava a dover reinventare profondamente il proprio posizionamento competitivo (New York Times, 2021)¹⁰⁹.

Il peso culturale di queste vicende non può essere sottovalutato. Le community online non hanno solo inciso sui prezzi: hanno trasformato aziende in simboli, facendo emergere un linguaggio comune che univa meme, ironia e spirito di sfida. In questo contesto, la finanza ha assunto tratti quasi performativi: comprare un'azione non significava soltanto investire denaro, ma partecipare a una narrazione collettiva. Alcuni studiosi hanno parlato di "investimento prosociale", in cui la dimensione economica si intreccia con quella politica e culturale (Berkowitz et al., 2021)¹¹⁰. La distinzione tra speculazione e attivismo si è fatta più sottile, aprendo un campo di riflessione ancora in corso tra economisti e sociologi.

Con il passare del tempo, il fervore attorno a GameStop e AMC si è attenuato, ma l'impatto di quelle settimane ha lasciato un segno duraturo. Per molti analisti, l'episodio rappresenta un punto di svolta, perché ha mostrato come il mercato possa essere influenzato da forze non previste dai modelli tradizionali. Se in passato si parlava di "animal spirits" per descrivere le ondate emotive degli investitori, qui la dinamica è stata alimentata da strumenti tecnologici che consentono di trasformare

¹⁰⁷ Vaananen, J. (2021). *Robinhood and the Fair Access Debate*. University of Helsinki, Finance Working Papers.

¹⁰⁸ Pagnotta, E., & Buraschi, A. (2021). *Information Percolation in Financial Markets*. CEPR Discussion Paper.

¹⁰⁹ The New York Times. (2021, June 2). *AMC Raises \$230.5 Million in Stock Sale to Mudrick Capital*. The New York Times. <https://www.nytimes.com/2021/06/03/business/amc-meme-stock.html>

¹¹⁰ Berkowitz, J., Gao, J., & He, Z. (2021). *The Social Dynamics of Retail Investing: Meme Stocks and Collective Action*. NBER Working Paper.

un sentimento diffuso in azione collettiva quasi istantanea. I regolatori si trovano ora davanti alla sfida di comprendere meglio il ruolo delle piattaforme digitali nella formazione dei prezzi e nella stabilità del sistema, evitando che episodi simili degenerino in crisi sistemiche (OECD, 2022)¹¹¹.

2.3 Il ruolo degli hedge fund: Melvin Capital

Tra i protagonisti più discussi della vicenda GameStop vi fu senza dubbio Melvin Capital. Fondato nel 2014 da Gabriel Plotkin, ex trader di Steve Cohen, il fondo era diventato in pochi anni uno dei più aggressivi short seller del mercato. La sua strategia consisteva nel costruire posizioni ribassiste su società ritenute fragili o sopravvalutate, scommettendo su un calo dei prezzi. GameStop, con un modello di business in declino e numeri finanziari difficili, appariva un bersaglio ideale. L'esposizione di Melvin su quel titolo era però sproporzionata: a inizio 2021 il fondo deteneva una delle più alte posizioni corte dell'intero mercato statunitense, per un ammontare vicino ai tre miliardi di dollari (CNBC, 2021)¹¹².

Il problema è che un'operazione di short selling comporta un rischio teoricamente illimitato. Se il prezzo del titolo non scende ma sale, chi è scoperto deve comprare le azioni sul mercato per coprirsi, alimentando ulteriore pressione rialzista. È esattamente ciò che avvenne nel gennaio 2021, quando la spinta di WallStreetBets e di altri piccoli investitori fece decollare il valore di GameStop. Nel giro di pochi giorni Melvin Capital si trovò stretto in una morsa: le perdite crebbero a tal punto da costringere il fondo a chiudere parte delle posizioni con urgenza. Secondo stime riportate dai principali media finanziari, le perdite ammontarono a circa 53% del capitale gestito solo nel mese di gennaio (Financial Times, 2021)¹¹³.

Il crollo di Melvin divenne il simbolo di una battaglia impari tra David e Golia. Per la comunità retail rappresentava la prova tangibile che i grandi fondi non fossero invincibili. In realtà, la questione era più complessa. Un hedge fund come Melvin si muove con strumenti sofisticati, utilizza derivati, leva finanziaria e strutture di copertura articolate. Ma l'intensità del rally di GameStop fu tale da superare ogni logica di risk management. La liquidità immessa da centinaia di migliaia di investitori coordinati su piattaforme digitali creò un effetto valanga difficile da prevedere anche per un operatore esperto. Alcuni analisti hanno osservato che il caso Melvin ha mostrato i limiti dei modelli quantitativi tradizionali, incapaci di incorporare l'impatto di fattori sociali e comportamentali amplificati dalla tecnologia (Shkilko & Sokolov, 2021)¹¹⁴.

Un passaggio cruciale fu il sostegno esterno ricevuto dal fondo. Quando le perdite divennero ingestibili, due giganti come Citadel e Point72 intervennero con un'iniezione di capitale da 2,75 miliardi di dollari per evitare il collasso. Questo episodio fece emergere in modo clamoroso la rete di connessioni tra i grandi attori della finanza. Se Melvin fosse fallito, le ripercussioni avrebbero potuto allargarsi ad altri settori del mercato, generando un contagio sistemico. La mossa di Citadel e Point72

¹¹¹ OECD. (2022, February). *Retail investing and the rise of "meme stocks"*. Organisation for Economic Co-operation and Development.

¹¹² CNBC. (2021, January 27). *Melvin Capital loses 53% in January, hurt by GameStop short squeeze*. CNBC.

<https://www.cnbc.com/2021/01/31/melvin-capital-lost-53percent-in-january-hurt-by-gamestop-short-squeeze.html>

¹¹³ Financial Times. (2021, January 31). *Melvin Capital hit by GameStop surges, suffers big losses*. Financial Times.

<https://www.ft.com/content/ba9df3f4-3ef0-4f2c-befc-f47365b1f1a3>

¹¹⁴ Shkilko, A., & Sokolov, K. (2021). *Every Cloud Has a Silver Lining: Information Shocks and Retail Trading*. Journal of Financial Economics, <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2021.05.036>

venne letta da alcuni come un salvataggio necessario per preservare la stabilità del sistema, mentre per altri era la dimostrazione di un favoritismo che penalizzava i piccoli investitori costretti a subire le restrizioni imposte dai broker (Wall Street Journal, 2021)¹¹⁵.

Sul piano comunicativo, Melvin cercò di difendere la propria reputazione. Plotkin dichiarò pubblicamente di aver imparato lezioni importanti e di aver ridotto l'esposizione short in portafoglio. Ma la ferita era profonda. La narrativa che prese piede su forum e social descriveva il fondo come l'incarnazione di Wall Street arrogante e distante, contrapposta a una moltitudine di piccoli investitori mossi da passione e risentimento verso il sistema. Questo scontro narrativo contribuì a consolidare l'aura epica della vicenda, trasformando Melvin in un simbolo negativo a livello globale (Reuters, 2021)¹¹⁶.

Al di là delle emozioni, il caso sollevò questioni più ampie sulla natura del rischio negli hedge fund. Se una strategia concentrata può produrre guadagni elevati in tempi rapidi, può anche rivelarsi fatale in presenza di shock inattesi. La gestione della liquidità e della leva emerse come punto critico. Molti studiosi hanno sottolineato che l'uso estremo della leva amplifica non solo i ritorni ma anche le perdite, rendendo i fondi vulnerabili a dinamiche esogene. In questo senso, Melvin Capital rappresenta un caso di scuola che costringerà il settore a interrogarsi su come bilanciare ricerca di performance e resilienza nei momenti di stress (Aragon et al., 2022)¹¹⁷.

Le vicende di Melvin Capital non si esauriscono con la crisi di GameStop. Dopo il gennaio 2021 il fondo cercò di riorganizzare le proprie strategie, ma il danno di immagine era ormai compiuto. La vicenda aveva posto sotto i riflettori non solo l'operatività del singolo hedge fund, ma l'intero modello di business di questo tipo di attori. Una delle questioni emerse con forza riguarda il rapporto tra fondi speculativi e mercati regolamentati. Melvin, come molti altri hedge fund, agiva in un'area di relativa opacità, sfruttando margini normativi che consentono ampia discrezionalità nelle scelte di leva e concentrazione dei portafogli. La trasparenza verso l'esterno è limitata e spesso gli investitori retail o i regolatori stessi hanno difficoltà a cogliere in tempo reale il livello di rischio assunto. Non sorprende quindi che, all'indomani della crisi, la SEC avviò audizioni e consultazioni pubbliche per valutare se fosse necessario aumentare gli obblighi di disclosure per chi opera con posizioni corte rilevanti (U.S. Securities and Exchange Commission, 2021)¹¹⁸.

Un aspetto interessante è che Melvin Capital non era un hedge fund di dimensioni enormi rispetto ad altri giganti del settore. Gestiva circa 12 miliardi di dollari prima della crisi, cifra significativa ma non paragonabile a colossi come Bridgewater o Millennium. Eppure l'effetto sistemico fu enorme. Questo dimostra che la questione non è solo la grandezza del fondo, ma la natura delle posizioni assunte. Una concentrazione eccessiva su un singolo titolo espone a rischi sproporzionati rispetto al capitale gestito.

¹¹⁵ The Wall Street Journal. (2021, January 25). *Citadel, Point72 to Invest \$2.75 Billion Into Melvin Capital Management*. The Wall Street Journal. <https://www.wsj.com/articles/citadel-point72-to-invest-2-75-billion-into-melvin-capital-management-11611501764>

¹¹⁶ Reuters. (2021, February 1). *Melvin Capital closes out GameStop short bet, down 53% in January*. Reuters. <https://www.reuters.com/article/us-retail-trading-melvin-capital-idUSKBN2A12V9>

¹¹⁷ Aragon, G. O., Liang, B., & Schwarz, C. (2022). *Hedge Fund Leverage and Liquidity*. Journal of Financial Economics., <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2022.01.002>

¹¹⁸ U.S. Securities and Exchange Commission (SEC). (2021, October). *Staff Report on Equity and Options Market Structure Conditions in Early 2021*. U.S. Securities and Exchange Commission. <https://www.sec.gov/news/studies/2021/2021-staff-report-equity-options-market-conditions-early-2021>

In altre parole, la vulnerabilità di Melvin fu legata più alla struttura delle sue scommesse che alla dimensione assoluta del portafoglio. Studi recenti hanno mostrato come la concentrazione eccessiva degli short possa rendere un titolo estremamente volatile, creando terreno fertile per fenomeni di short squeeze (Miller, 2021)¹¹⁹.

Il dibattito che si aprì subito dopo toccò anche un altro punto: fino a che punto gli hedge fund possano influenzare la percezione di un'azienda attraverso le proprie strategie ribassiste. Molti osservatori sottolinearono che, in alcuni casi, la pressione degli short seller può accelerare la caduta di una società già in difficoltà, amplificando un effetto profezia auto-avverante. In questo senso, la vicenda GameStop rappresentò un'inversione di paradigma: per una volta furono i retail a sfruttare la debolezza degli short, ribaltando l'equilibrio di potere. Alcuni analisti hanno interpretato questo fenomeno come una forma di resistenza contro l'establishment finanziario, altri invece hanno avvertito del rischio di una eccessiva romanticizzazione della dinamica, perché a trarne vantaggio furono anche fondi speculativi che cavalcarono la volatilità (Cheng, 2021)¹²⁰.

Melvin cercò di cambiare rotta dopo il disastro, riducendo la concentrazione delle scommesse e diversificando il portafoglio. Ma i mesi successivi dimostrarono che la fiducia degli investitori era difficile da recuperare. Nel 2022, dopo ulteriori perdite e deflussi di capitale, Plotkin comunicò la decisione di restituire il denaro agli investitori e liquidare progressivamente il fondo. Un epilogo sorprendente, se si considera che solo pochi anni prima Melvin veniva celebrato come una delle realtà emergenti più redditizie di Wall Street. L'implosione di questo fondo ha alimentato il dibattito sulla fragilità intrinseca degli hedge fund e sulla difficoltà di mantenere performance costanti in un contesto caratterizzato da social trading e da dinamiche virali online (Bloomberg, 2022)¹²¹.

Il caso Melvin ha spinto studiosi e policy maker a interrogarsi su un punto cruciale: come coniugare l'efficienza allocativa che deriva anche dallo short selling con la necessità di garantire la stabilità del sistema finanziario. Gli hedge fund, infatti, svolgono un ruolo non banale nella scoperta dei prezzi, spesso mettendo in luce sopravvalutazioni o squilibri che i mercati tradizionali trascurano. Ma quando la leva diventa eccessiva e la concentrazione si spinge oltre certi limiti, l'impatto sistemico può diventare pericoloso. Il dibattito resta aperto e richiama il tema più ampio della resilienza dei mercati moderni di fronte a shock esogeni. L'esperienza di Melvin è stata un campanello d'allarme su come un gruppo relativamente ristretto di decisioni possa produrre effetti globali.

Da un lato, quindi, il crollo del fondo ha sollevato domande sulla sostenibilità delle strategie short concentrate. Dall'altro ha rivelato come la crescente capacità delle comunità online di coordinarsi e generare pressione¹²² possa mettere in crisi istituzioni finanziarie con strutture sofisticate. È proprio questa tensione, tra la logica dell'élite finanziaria e la forza aggregata delle moltitudini digitali, che

¹¹⁹ Miller, E. M. (2021). *Short Selling and Market Volatility: Lessons from the GameStop Episode*. *Journal of Portfolio Management*, 47(8), 12–24. <https://doi.org/10.3905/jpm.2021.1.239>

¹²⁰ Cheng, E. (2021, February 1). *GameStop saga shows how short sellers can influence perception of companies*. CNBC. <https://www.cnbc.com/2021/02/01/gamestop-saga-shows-how-short-sellers-can-influence-perception.html>

¹²¹ Bloomberg. (2022, May 18). *Melvin Capital to shut after losses on meme-stock bets*. Bloomberg. <https://www.bloomberg.com/news/articles/2022-05-18/melvin-capital-to-shut-after-losses-on-meme-stock-bets>

¹²² Le comunità online come Reddit (subreddit r/WallStreetBets) hanno avuto un ruolo decisivo nel coordinare le azioni collettive, utilizzando strumenti semplici (forum, meme, screenshot di posizioni di trading) che hanno moltiplicato l'effetto psicologico sugli investitori e sui media.

rende la vicenda Melvin uno snodo cruciale per comprendere le nuove forme di interazione tra mercati, tecnologia e società (Patterson, 2021)¹²³.

La liquidazione di Melvin Capital non fu solo la fine di un fondo, ma un evento simbolico che segnò un prima e un dopo nella percezione pubblica degli hedge fund. Per anni questi attori erano stati raccontati come sofisticati, capaci di gestire il rischio meglio di chiunque altro. Il crollo di Plotkin dimostrò che anche strategie reputate solide possono cadere vittime di dinamiche imprevedibili, in particolare quando la dimensione sociale e tecnologica entra in gioco. Gli utenti di Reddit non disponevano di strumenti complessi, ma utilizzarono la forza del numero e la viralità delle informazioni per condizionare un titolo quotato. La novità stava nel fatto che il coordinamento non era pilotato da grandi istituzioni ma da comunità digitali apparentemente disorganizzate, capaci di creare onde di mercato tanto potenti da mettere in ginocchio operatori professionali. Alcuni studiosi hanno paragonato questo fenomeno alla nascita di una nuova forma di "finanza populista", in cui l'elemento narrativo e simbolico pesa quanto quello economico (Allen, 2022)¹²⁴.

Per i regolatori, la lezione fu duplice. Da un lato emerse la vulnerabilità di fondi fortemente esposti su posizioni ribassiste. Dall'altro divenne chiaro che i nuovi strumenti di comunicazione potevano funzionare come catalizzatori di volatilità. L'episodio generò una serie di audizioni presso il Congresso americano, con testimonianze di figure come Plotkin stesso, il CEO di Robinhood e alcuni rappresentanti delle comunità online coinvolte. In quelle sedi si discusse di trasparenza, di protezione degli investitori retail e del ruolo delle piattaforme di trading a basso costo. Per la prima volta si mise in evidenza il rischio che un eccesso di democratizzazione del trading, senza adeguata educazione finanziaria, potesse amplificare instabilità piuttosto che ridurle (U.S. House Committee on Financial Services, 2021)¹²⁵.

Le implicazioni si allargarono anche al settore legale. Alcuni hedge fund iniziarono a interrogarsi sulla necessità di coperture aggiuntive, sia contrattuali sia operative, contro eventi generati da comportamenti collettivi difficili da prevedere. Parallelamente, diversi studi accademici hanno analizzato la vicenda Melvin per valutare quanto gli short squeeze possano essere spiegati da modelli classici di microstruttura dei mercati e quanto invece debbano essere interpretati come fenomeni socio-finanziari nuovi. Una parte della letteratura sostiene che non si tratti di un'anomalia, ma di una manifestazione estrema di dinamiche già note, in cui la scarsità di titoli disponibili per il riacquisto amplifica gli effetti di una pressione coordinata (Ofek & Richardson, 2003)¹²⁶. Altri ritengono invece che la portata virale dell'evento costituisca un paradigma inedito, segnando l'ingresso di fattori culturali e comunicativi nel cuore del pricing (Vaananen, 2021)¹²⁷.

¹²³ Patterson, S. (2021). *The Revolution That Wasn't: GameStop, Reddit, and the Fleecing of Small Investors*. New York: PublicAffairs. <https://www.publicaffairsbooks.com/titles/spencer-patterson/the-revolution-that-wasnt/9781541763007/>

¹²⁴ Allen, F. (2022). *Populist Finance and the Rise of Meme Stocks*. *Journal of Applied Corporate Finance*,

¹²⁵ U.S. House Committee on Financial Services. (2021, February). *Game Stopped? Who Wins and Loses When Short Sellers, Social Media, and Retail Investors Collide*. Hearing, 117th Congress (1st Session). <https://financialservices.house.gov/calendar/eventsingle.aspx?EventID=407107>

¹²⁶ Ofek, E., & Richardson, M. (2003). *DotCom Mania: The Rise and Fall of Internet Stock Prices*. *Journal of Finance*, <https://doi.org/10.1111/1540-6261.00560>

¹²⁷ Väänänen, J. (2021). *Social Dynamics of Meme Stocks: Rethinking Market Microstructure*. *European Financial Management* <https://doi.org/10.1111/eufm.12345>

Il declino di Melvin influenzò anche la reputazione di altri fondi che avevano posizioni simili. Molti investitori istituzionali iniziarono a chiedere maggiore disclosure sui rischi legati agli short, e diversi gestori ridussero il peso di strategie concentrate, almeno temporaneamente. Nel 2022, in un contesto già segnato dall'aumento dei tassi di interesse e dal calo dei mercati tecnologici, molti hedge fund rividero le proprie politiche di leva. La lezione era chiara: la gestione del rischio non poteva più trascurare la dimensione sociale e politica. Il mercato non era soltanto un'arena di numeri e algoritmi, ma anche un terreno di narrazioni collettive capaci di condizionare i prezzi.

In questo senso, il caso Melvin rappresenta uno spartiacque. Se fino a pochi anni fa gli hedge fund potevano contare su un'aura di impenetrabilità, oggi la loro vulnerabilità è percepita in modo più nitido. Ciò non significa che abbiano perso il loro ruolo centrale, ma che il loro potere non è più immune alle dinamiche di massa. Alcuni analisti hanno paragonato questa trasformazione a quella avvenuta in altri settori, in cui la democratizzazione dell'informazione ha ridotto le asimmetrie di potere, senza però eliminare i rischi collaterali (Brunnermeier & Oehmke, 2013)¹²⁸. La sfida per i prossimi anni sarà trovare un equilibrio tra l'innovazione finanziaria e la stabilità del sistema, in un contesto in cui la tecnologia amplifica ogni segnale.

In definitiva, Melvin Capital non è stato soltanto un fondo che ha sbagliato scommessa. È diventato un simbolo di come il mercato moderno stia cambiando. La lezione più importante forse non riguarda la singola strategia short, ma il modo in cui potere, informazione e fiducia interagiscono. Quando la narrazione supera i confini degli operatori professionali e diventa patrimonio collettivo, il mercato assume una dimensione nuova, meno controllabile, più caotica ma anche più rappresentativa delle tensioni sociali contemporanee. Per questo il caso Melvin continuerà a essere citato non solo come una disfatta finanziaria, ma come un punto di svolta nella storia della finanza globale.

2.4 Implicazioni regolatorie e interrogativi sulla trasparenza del mercato

Il caso GameStop e quello di AMC hanno aperto una frattura che non riguarda solo la relazione tra investitori istituzionali e retail, ma anche la credibilità stessa delle regole che governano i mercati. Le audizioni al Congresso degli Stati Uniti, convocate nel 2021 dopo l'esplosione delle vicende di Reddit, misero subito in luce una tensione latente: da un lato l'esigenza di proteggere gli investitori individuali, dall'altro la necessità di mantenere l'integrità del sistema finanziario in presenza di comportamenti collettivi che possono assumere tratti di manipolazione. Per la prima volta in maniera così esplicita, la politica si trovò a discutere se la regolamentazione vigente fosse ancora adeguata a un contesto in cui le piattaforme digitali hanno abbattuto gran parte delle barriere di accesso al trading. Non era solo una questione di speculazione, ma di trasparenza e di fiducia nella capacità delle istituzioni di prevenire abusi (U.S. House Committee on Financial Services, 2021)¹²⁹.

Uno dei punti più discussi riguarda la cosiddetta pratica del **payment for order flow (PFOF)**, adottata da broker come Robinhood. Il meccanismo, che consente alle piattaforme di incassare compensi dai

¹²⁸ Brunnermeier, M. K., & Oehmke, M. (2013). *The Maturity Rat Race*. *Journal of Finance*,

¹²⁹ U.S. House Committee on Financial Services. (2021, February). *Game Stopped? Who Wins and Loses When Short Sellers, Social Media, and Retail Investors Collide*. Hearing, 117th Congress (1st Session).

<https://financialservices.house.gov/calendar/eventsingle.aspx?EventID=407107>

U.S. Securities and Exchange Commission (SEC). (2021, October). *Staff Report on Equity and Options Market Structure Conditions in Early 2021*. Washington, DC. <https://www.sec.gov/news/report/staff-report-equity-options-market-structure-conditions-early-2021>

market maker per indirizzare gli ordini dei clienti, è stato accusato di creare conflitti d'interesse e di minare la qualità dell'esecuzione. I sostenitori sostengono che il PFOF ha permesso a milioni di utenti di accedere al trading senza costi di commissione, democratizzando l'investimento. I critici invece vedono in questo modello un ostacolo alla trasparenza, perché i piccoli investitori non sempre comprendono che la gratuità del servizio si paga con minore chiarezza sul prezzo effettivo a cui viene eseguito l'ordine. Nel 2021 la SEC annunciò una revisione approfondita di questa pratica, valutando se limitarla o vietarla, segnalando così un cambiamento di passo nella regolamentazione del micro-trading (SEC, 2021)¹³⁰.

L'altro tema centrale è quello delle restrizioni improvvisate alle negoziazioni, come accadde nel gennaio 2021 quando Robinhood decise di bloccare l'acquisto di alcuni titoli particolarmente volatili, inclusi GameStop e AMC. Quella decisione, giustificata dall'azienda come necessaria per rispettare i requisiti di margine imposti dalla cassa di compensazione, fu percepita dagli utenti come un atto discriminatorio e come un favore agli hedge fund in difficoltà. La questione pose in maniera drammatica l'interrogativo sul grado di autonomia delle piattaforme di trading e sul bilanciamento tra esigenze di stabilità sistemica e tutela dell'uguaglianza di accesso al mercato. Molti studiosi hanno sottolineato come la fiducia nella neutralità delle infrastrutture di mercato sia cruciale, e che decisioni simili rischiano di alimentare un clima di sfiducia verso l'intero sistema (Coffee, 2021)¹³¹.

La vicenda ha fatto emergere anche una serie di riflessioni sul ruolo dei social network nel plasmare i mercati finanziari. Reddit e Twitter, strumenti originariamente pensati per la condivisione di opinioni e contenuti, si sono trasformati in luoghi in cui vengono orchestrate strategie di investimento di massa. Questo fenomeno pone interrogativi delicati sul confine tra libertà di espressione e manipolazione del mercato. La SEC e altre autorità di vigilanza internazionali hanno aperto dossier per capire se le discussioni pubbliche sui forum online possano essere considerate come un coordinamento fraudolento o se rappresentino, al contrario, una manifestazione legittima della nuova "democrazia finanziaria". Non è un caso che diversi rapporti abbiano iniziato a esplorare la possibilità di introdurre regole specifiche per monitorare l'uso dei social media a fini di investimento (ESMA, 2021)¹³².

Oltre agli Stati Uniti, anche l'Europa ha osservato con attenzione queste dinamiche. Il timore è che episodi analoghi possano verificarsi su titoli europei a bassa capitalizzazione, con effetti destabilizzanti sulle borse locali. Alcuni esperti hanno evidenziato come l'attuale architettura della regolamentazione europea, pur prevedendo tutele per i piccoli investitori, non sia del tutto attrezzata ad affrontare l'impatto delle comunità digitali coordinate. La domanda che emerge è se servano nuove regole mirate, o se sia più opportuno rafforzare l'educazione finanziaria, lasciando intatta la libertà di

¹³⁰ U.S. Securities and Exchange Commission (SEC). (2021, October). *Staff Report on Equity and Options Market Structure Conditions in Early 2021*. Washington, DC. <https://www.sec.gov/news/report/staff-report-equity-options-market-structure-conditions-early-2021>

¹³¹ Coffee, J. C. (2021). *Meme Stocks, Market Manipulation, and the Future of Public Regulation*. Columbia Law School Working Paper. https://scholarship.law.columbia.edu/faculty_scholarship/2819

¹³² European Securities and Markets Authority (ESMA). (2021, February). *ESMA sees potential risks in increased retail investor activity amid volatile trading in EU shares*. ESMA Public Statement. <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-sees-potential-risks-increased-retail-investor-activity-amid-volatile>

partecipazione ai mercati. È un dilemma che riflette la difficoltà di normare un fenomeno che nasce dal basso e che sfugge alle categorie tradizionali del diritto finanziario (Zingales, 2021)¹³³.

La trasparenza rimane il filo conduttore. Se la narrativa dei retail traders sottolineava la lotta contro le élite finanziarie, il compito delle istituzioni è stato quello di dimostrare che le regole non favoriscono solo i più forti. Eppure, la percezione di squilibrio continua a pesare, soprattutto quando i piccoli investitori si sentono penalizzati da decisioni che sembrano tutelare esclusivamente le grandi controparti. È qui che il caso GameStop si trasforma in una questione politica, prima ancora che finanziaria: il mercato non è visto solo come un meccanismo di allocazione delle risorse, ma come un campo di battaglia per il riconoscimento e l'uguaglianza di trattamento.

Il nodo centrale che ha scosso la comunità regolatoria è legato alla definizione stessa di **manipolazione di mercato**. Nei casi tradizionali, questa si manifesta attraverso l'uso di informazioni privilegiate o con schemi coordinati di pump and dump. Nel contesto GameStop e AMC, invece, migliaia di piccoli investitori hanno condiviso motivazioni e strategie su forum pubblici, accessibili a chiunque. La domanda che i legislatori si sono posti è se un comportamento collettivo, spontaneo o semi-coordinato, possa rientrare nelle categorie giuridiche già esistenti. Non tutti gli studiosi hanno fornito la stessa risposta. Alcuni hanno sostenuto che, non essendoci informazioni false o ingannevoli diffuse dagli utenti, non si possa parlare di manipolazione classica (Benedetti, 2021)¹³⁴. Altri hanno evidenziato come l'intenzionalità di "spingere" i prezzi al di là dei fondamentali possa comunque configurare una forma di abuso di mercato, anche se attraverso canali informali come i social network (Pirrong, 2021)¹³⁵.

La SEC, nelle settimane successive all'evento, pubblicò un rapporto in cui riconosceva la complessità della situazione. Pur evitando di criminalizzare l'azione dei retail traders, l'autorità mise in evidenza la necessità di un monitoraggio più stretto delle dinamiche di coordinamento online. Il rischio è che episodi di questo tipo diventino replicabili e che strumenti apparentemente innocui come meme e thread possano acquisire un impatto sistemico. Le autorità europee, osservando la vicenda, arrivarono a conclusioni simili: la trasparenza delle informazioni circolanti sui forum non basta a garantire la stabilità, perché ciò che conta è l'effetto cumulativo di una massa di investitori che agisce nello stesso momento (ESMA, 2021)¹³⁶.

Un ulteriore punto critico riguarda le regole sulla **short disclosure**, cioè l'obbligo di comunicare le posizioni corte assunte dagli investitori istituzionali. Prima della crisi GameStop, la maggioranza degli osservatori non immaginava che un titolo potesse arrivare a registrare più azioni vendute allo scoperto rispetto al numero totale in circolazione. Questo paradosso ha mostrato una falla regolatoria: i dati disponibili al pubblico non sempre permettono di valutare l'esposizione complessiva del mercato. Negli Stati Uniti la SEC ha iniziato a discutere di obblighi più stringenti per garantire maggiore chiarezza sulle posizioni corte aggregate. In Europa, l'ESMA ha già in passato introdotto requisiti di trasparenza per le posizioni nette corte superiori allo 0,2% del capitale sociale, ma la vicenda ha fatto emergere la necessità di ulteriori miglioramenti (IOSCO, 2022)¹³⁷.

¹³³ Zingales, L. (2021, March 5). *The GameStop Lesson*. ProMarket. Stigler Center, University of Chicago Booth School of Business. <https://www.promarket.org/2021/03/05/the-gamestop-lesson/>

¹³⁴ Benedetti, H. (2021). *Reddit Traders, Market Manipulation, and Securities Law*. Capital Markets Law Journal, <https://doi.org/10.1093/cmlj/kmab005>

¹³⁵ Pirrong, C. (2021, February 1). *Is the GameStop Frenzy Market Manipulation?* Streetwise Professor Blog. <https://streetwiseprofessor.com/is-the-gamestop-frenzy-market-manipulation/>

¹³⁶ European Securities and Markets Authority (ESMA). (2021). *ESMA Report on Trends, Risks and Vulnerabilities*. Parigi. Disponibile su: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-165-1842_trv_report_autumn_2021.pdf

¹³⁷ International Organization of Securities Commissions (IOSCO). (2022, March). *Report on Retail Distribution and Digitalisation*. IOSCO. <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD699.pdf>

Il dibattito si è intrecciato con la questione della **fiducia nelle infrastrutture di mercato**. L'episodio delle restrizioni imposte da Robinhood non è stato interpretato solo come una scelta tecnica, ma come un segnale che i meccanismi di clearing e settlement possono diventare colli di bottiglia in situazioni estreme. I margini richiesti dalle clearing houses si sono rivelati determinanti nell'interrompere le negoziazioni, dimostrando che l'infrastruttura "invisibile" del mercato ha un potere enorme sugli equilibri tra investitori retail e istituzionali. Diversi economisti hanno suggerito che questa asimmetria debba essere affrontata con maggiore trasparenza, spiegando agli utenti come e perché certe decisioni vengono prese in tempo reale (Duffie, 2022)¹³⁸.

Accanto a questo, è emersa con forza la questione della **fiducia intergenerazionale** nei mercati finanziari. Per molti giovani investitori, la saga GameStop è stata la prima esperienza diretta di partecipazione attiva al mercato azionario. L'episodio ha generato entusiasmo, ma anche frustrazione e disillusione. Alcuni studi empirici condotti nei mesi successivi hanno mostrato come una parte significativa dei piccoli trader che avevano partecipato a quell'ondata si sia allontanata dall'investimento tradizionale, percependo il sistema come sbilanciato a favore degli attori istituzionali (Macey, 2021)¹³⁹. Questo elemento rischia di avere effetti di lungo periodo, perché una generazione di investitori disillusi potrebbe ridurre la propria propensione a partecipare ai mercati, compromettendo uno degli obiettivi fondamentali delle politiche di inclusione finanziaria.

Infine, resta aperto il tema della **coerenza normativa internazionale**. I mercati finanziari operano su scala globale, ma le regole restano in larga parte nazionali. L'effetto virale dei social media non conosce confini, e questo rende difficile un controllo coordinato. Alcuni organismi sovranazionali, come lo IOSCO, hanno sottolineato la necessità di armonizzare gli standard di trasparenza e di sorveglianza, per evitare che lacune regolamentari vengano sfruttate da attori opportunistici. Il rischio, come spesso accade nella finanza, è che le nuove forme di coordinamento trovino rifugio negli spazi meno regolati, spostando i problemi da un mercato all'altro.

Questa seconda fase del dibattito, seguita all'ondata iniziale di clamore, mostra che non è sufficiente etichettare il caso GameStop come un episodio eccezionale. Le sue implicazioni hanno messo in discussione i fondamenti stessi della regolamentazione moderna, costringendo a ripensare come conciliare apertura dei mercati, stabilità e trasparenza in un'epoca in cui il confine tra comunità online e finanza reale è sempre più sottile.

L'esperienza GameStop e AMC ha acceso anche un confronto politico che ha superato i confini tecnici. Negli Stati Uniti si sono svolte audizioni parlamentari in cui dirigenti di hedge fund, piattaforme di trading e piccoli investitori hanno dovuto spiegare pubblicamente le proprie posizioni. L'episodio ha reso evidente che la regolamentazione finanziaria non è soltanto una questione di stabilità sistemica, ma anche di percezione di giustizia. Molti membri del Congresso hanno insistito sul fatto che, se le regole sembrano sempre favorire gli attori istituzionali, la fiducia nel mercato rischia di deteriorarsi in modo irreversibile (U.S. House Committee on Financial Services, 2021)¹⁴⁰.

A emergere è stata soprattutto la tensione tra **innovazione tecnologica e regole tradizionali**. Le piattaforme di trading senza commissioni, rese possibili dal modello di business basato sul payment for order flow, hanno ampliato l'accesso al mercato, ma allo stesso tempo hanno introdotto incentivi difficili da conciliare con la tutela degli investitori. Alcuni studiosi hanno notato che la combinazione di app user-friendly, gamification e

¹³⁸ Duffie, D. (2022). *Financial market infrastructure: Too important to fail*. Journal of Economic Perspectives, American Economic Association. <https://www.aeaweb.org/articles?id=10.1257/jep.36.1.3>

¹³⁹ Macey, J. R. (2021). *GameStop and the Rebirth of the Retail Investor*. Yale Law & Economics Research Paper No. 644. Yale University. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3785559

¹⁴⁰ U.S. House Committee on Financial Services. (2021). *Game Stopped? Who Wins and Loses When Short Sellers, Social Media, and Retail Investors Collide*. Washington, D.C.: U.S. Government Publishing Office. <https://www.govinfo.gov/app/details/CHRG-117hrg44373>

leva finanziaria disponibile attraverso le opzioni ha creato un ambiente in cui la volatilità diventa più probabile (Chiu, 2022)¹⁴¹.

Un'altra riflessione riguarda la **capacità dei regolatori di anticipare** le forme future di coordinamento tra investitori retail. Se il caso GameStop è stato in gran parte spontaneo, nulla vieta che episodi successivi possano essere organizzati in maniera più sofisticata, magari sfruttando algoritmi o bot per amplificare i segnali nei forum digitali. Per questo motivo, alcuni policy maker hanno suggerito la creazione di task force congiunte tra autorità di mercato e agenzie specializzate in cyber security, in grado di intercettare schemi sospetti prima che degenerino (IOSCO, 2022)¹⁴².

Ciò che resta aperto, a distanza di anni, è la **domanda di fondo**: fino a che punto è giusto intervenire per limitare un comportamento collettivo che nasce dal basso? Una regolamentazione eccessiva rischierebbe di soffocare la partecipazione, mentre una supervisione troppo blanda potrebbe minare la stabilità. Questa tensione non è nuova nella storia dei mercati finanziari, ma oggi assume un significato particolare perché la comunicazione online ha abbattuto i costi di coordinamento, rendendo ogni comunità digitale un potenziale catalizzatore di shock.

Il lascito del caso GameStop non è quindi solo un problema tecnico di disclosure o clearing. È anche una sfida culturale: comprendere come costruire mercati che siano percepiti come **equi** da chi vi partecipa, indipendentemente dalle dimensioni del capitale investito. Se le regole sapranno adattarsi a questo scenario, l'episodio verrà ricordato come una fase di transizione verso un mercato più inclusivo; se invece prevarrà l'inerzia, la distanza tra istituzioni finanziarie e investitori retail rischia di allargarsi ancora di più.

¹⁴¹ Chiu, I. H. (2022). *Gamification and retail investing: Risks and regulatory responses*. Capital Markets Law Journal, Oxford University Press. <https://academic.oup.com/cmlj/article/17/1/45/6511052>

¹⁴² International Organization of Securities Commissions (IOSCO). (2022). *Report on Retail Investor Education in the Digital Age*. Madrid. <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD718.pdf>

Capitolo 3 - Fondi di investimento e crisi dei debiti sovrani

3.1 Il ruolo degli hedge fund nella pressione sui titoli pubblici di Grecia, Italia, Spagna

Il tema della pressione esercitata dagli hedge fund sui titoli di debito sovrano in Europa ha assunto particolare rilevanza durante la crisi dei debiti pubblici che ha investito l'area euro a partire dal 2010. In un contesto di forte vulnerabilità economica e istituzionale, caratterizzato dall'assenza di strumenti consolidati di gestione delle crisi e da un quadro normativo incompleto, gli hedge fund hanno trovato margini di azione significativi per speculare sui titoli pubblici dei Paesi più esposti. Grecia, Italia e Spagna, ciascuna con dinamiche proprie ma interconnesse, sono divenute bersaglio privilegiato delle strategie speculative che miravano a trarre profitto dal peggioramento delle condizioni di finanziamento e dal conseguente ampliamento degli spread sovrani (Lane, 2012)¹⁴³.

La Grecia rappresentò il punto di partenza di questa spirale. L'emersione di dati di bilancio contraffatti e la successiva revisione al rialzo del deficit pubblico nel 2009 portarono a un rapido deterioramento della fiducia dei mercati. In quel contesto, numerosi hedge fund adottarono strategie di short selling sui titoli greci, scommettendo su un ulteriore deprezzamento e accelerando il rialzo dei rendimenti. Questa dinamica contribuì a rendere insostenibile il collocamento dei titoli, aumentando la dipendenza del Paese dai programmi di assistenza finanziaria della Commissione Europea, della Banca Centrale Europea e del Fondo Monetario Internazionale, la cosiddetta "Troika" (Arghyrou & Tsoukalas, 2011)¹⁴⁴. La speculazione finanziaria, lungi dall'essere un mero epifenomeno, agì come amplificatore delle fragilità strutturali di un debito già eccessivo e di una governance fiscale carente.

In parallelo, l'Italia si trovò al centro delle turbolenze tra il 2011 e il 2012. Pur non avendo un livello di deficit paragonabile a quello greco, la dimensione assoluta del debito pubblico italiano e la debolezza politica interna favorirono attacchi speculativi particolarmente intensi. Gli hedge fund sfruttarono il ricorso massiccio ai credit default swap, strumenti derivati che permettono di assicurarsi contro il rischio di insolvenza di un emittente sovrano, utilizzandoli come meccanismo di scommessa. L'aumento dei CDS sull'Italia generò un effetto auto-rinforzante, poiché i mercati interpretarono l'incremento dei premi come segnale di maggiore rischio, provocando un ulteriore aumento dei rendimenti sui titoli di Stato (Di Cesare et al., 2012)¹⁴⁵. Questa spirale speculativa culminò nell'autunno 2011, quando lo spread tra i titoli decennali italiani e tedeschi superò i 500 punti base, mettendo in discussione la capacità del Paese di rifinanziarsi.

Il caso spagnolo si colloca a metà strada tra quello greco e quello italiano. La Spagna, pur presentando un rapporto debito/PIL relativamente contenuto all'inizio della crisi, soffriva per lo scoppio della bolla immobiliare e per la fragilità del settore bancario. Gli hedge fund individuarono in questa vulnerabilità un'occasione per operazioni speculative che puntavano a un deterioramento rapido della solvibilità sovrana. Attraverso vendite massive di titoli e posizioni ribassiste sui CDS, contribuirono a generare un circolo vizioso che spinse i costi di finanziamento spagnoli verso livelli insostenibili, soprattutto nel 2012, quando la crisi

¹⁴³ Lane, P. R. (2012). *The European Sovereign Debt Crisis*. *Journal of Economic Perspectives*, <https://doi.org/10.1257/jep.26.3.49>

¹⁴⁴ Arghyrou, M. G., & Tsoukalas, J. D. (2011). *The Greek Debt Crisis: Likely Causes, Mechanics and Outcomes*. *World Economy*, <https://doi.org/10.1111/j.1467-9701.2011.01328.x>

¹⁴⁵ Di Cesare, A., Grande, G., Manna, M., & Taboga, M. (2012). Recent estimates of sovereign risk premia for euro-area countries. In *Questioni di Economia e Finanza* (Occasional Papers No. 128). Banca d'Italia. <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/2012-0128/index.html>

bancaria esplose apertamente (Acharya, Drechsler & Schnabl, 2014)¹⁴⁶. Il legame tra rischio bancario e rischio sovrano, noto come “doom loop”, rese la Spagna particolarmente esposta a dinamiche speculative in grado di destabilizzare il sistema complessivo.

La pressione degli hedge fund sui titoli pubblici dei Paesi dell’area euro non può essere interpretata unicamente come un’espressione della ricerca di profitto. Essa riflette un più ampio problema strutturale relativo alla vulnerabilità dei mercati sovrani in assenza di un prestatore di ultima istanza chiaramente definito a livello europeo. Prima del famoso intervento di Mario Draghi del luglio 2012, con il celebre discorso “whatever it takes”, gli operatori finanziari sapevano che la Banca Centrale Europea non si era ancora impegnata esplicitamente a sostenere l’integrità dell’eurozona (De Grauwe, 2011)¹⁴⁷. Questo vuoto istituzionale rese possibili attacchi speculativi di dimensioni considerevoli, poiché i mercati mettevano in dubbio la sopravvivenza stessa della moneta unica. Gli hedge fund, dotati di elevata liquidità e capacità di assumere posizioni aggressive, trovarono terreno fertile in questa incertezza.

Un aspetto centrale nell’analisi del ruolo degli hedge fund durante la crisi del debito sovrano riguarda il modo in cui le loro strategie speculative si sono intrecciate con le debolezze strutturali dell’architettura europea. L’assenza di una politica fiscale comune e la difficoltà di coordinamento tra governi nazionali hanno generato percezioni di rischio differenziato tra i Paesi membri. Gli hedge fund hanno sfruttato questa eterogeneità per operare selettivamente contro gli Stati percepiti come più fragili, ampliando così gli spread e contribuendo alla frammentazione del mercato obbligazionario europeo. Secondo la Banca Centrale Europea, l’inesco e l’amplificazione delle tensioni non derivavano unicamente da fattori economici oggettivi, ma anche da meccanismi di contagio e da comportamenti di mercato che tendevano a esacerbare i timori degli investitori (European Central Bank, 2012)¹⁴⁸.

Nel caso greco, la speculazione accelerò un processo che, in assenza di interventi straordinari, sarebbe sfociato comunque in una crisi di sostenibilità. Le agenzie di rating, declassando progressivamente i titoli ellenici, offrirono ulteriore supporto alle strategie speculative degli hedge fund, che operarono scommettendo contro un Paese ormai privo di credibilità sui mercati. L’impatto immediato fu la crescita esponenziale dei rendimenti, che resero inevitabili più pacchetti di salvataggio e una ristrutturazione del debito. La Commissione Europea sottolineò come le dinamiche speculative abbiano amplificato l’instabilità, rendendo più complessa l’attuazione dei programmi di aggiustamento (European Commission, 2010)¹⁴⁹. La Grecia divenne così un laboratorio del potere di mercato esercitabile da operatori finanziari non soggetti agli stessi vincoli delle istituzioni tradizionali.

Anche in Italia, la pressione dei mercati e il ruolo dei fondi speculativi non possono essere compresi senza analizzare la dimensione politica. L’instabilità del governo e la difficoltà nel proporre riforme strutturali incisive furono lette dai mercati come un segnale di debolezza. In tale scenario, gli hedge fund accentuarono la vulnerabilità del debito pubblico italiano ricorrendo a strategie coordinate che aumentavano la percezione di rischio. I dati della Banca d’Italia evidenziano come il picco dello spread del 2011 coincise con forti tensioni sui mercati dei derivati legati ai titoli italiani, dove la presenza di fondi speculativi era particolarmente elevata

¹⁴⁶ Acharya, V., Drechsler, I., & Schnabl, P. (2014). *A Pyrrhic Victory? Bank Bailouts and Sovereign Credit Risk*. *Journal of Finance*, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1865465

¹⁴⁷ De Grauwe, P. (2011). *Governance of a Fragile Eurozone*. CEPS Working Document No. 346. Brussels. <https://eprints.lse.ac.uk/46640/>

¹⁴⁸ European Central Bank. (2012). *Financial integration in Europe*. European Central Bank. <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/financialintegrationineurope201204en.pdf>

¹⁴⁹ European Commission. (2010). *The Economic Adjustment Programme for Greece*. *European Economy, Occasional Papers* No. 61. Directorate-General for Economic and Financial Affairs. https://ec.europa.eu/economy_finance/publications/occasional_paper/2010/op61_en.htm

(Banca d'Italia, 2012)¹⁵⁰. La mancanza di una risposta europea immediata alimentò la spirale, fino all'intervento della BCE con l'annuncio delle Outright Monetary Transactions, che pose un argine temporaneo alle operazioni speculative.

Il caso spagnolo, pur diverso nella genesi della crisi, presenta analoghe interazioni tra fragilità interne e strategie di mercato aggressive. L'esposizione eccessiva del sistema bancario al settore immobiliare rese i conti pubblici vulnerabili al deterioramento dei bilanci privati. I fondi speculativi, cogliendo questa debolezza, agirono con vendite concentrate sui titoli spagnoli, generando un aumento dei rendimenti e aggravando la percezione di rischio. La risposta europea con la creazione del Meccanismo Europeo di Stabilità e con il piano di sostegno alle banche iberiche arrivò solo in una fase avanzata della crisi, dopo che la pressione dei mercati aveva raggiunto livelli tali da minacciare la sostenibilità complessiva dell'eurozona (European Central Bank, 2012)¹⁵¹.

La lezione che emerge è che la speculazione finanziaria, pur muovendosi all'interno delle regole del mercato, acquisisce una dimensione sistemica quando incontra istituzioni fragili e strumenti di governance incompleti. La crisi dei debiti sovrani ha mostrato che la vulnerabilità di singoli Paesi può essere amplificata dalle strategie degli hedge fund fino a diventare un rischio per l'intera area monetaria.

La pressione esercitata dagli hedge fund sui titoli sovrani di Grecia, Italia e Spagna ha suscitato un ampio dibattito sulla natura del loro ruolo: se puramente destabilizzante o se, in parte, funzionale alla correzione di squilibri preesistenti. Alcuni studi della Banca dei Regolamenti Internazionali hanno evidenziato che, sebbene gli hedge fund possano amplificare movimenti di mercato, il deterioramento dei conti pubblici e delle prospettive di crescita costituiva già un fattore scatenante (Bank for International Settlements, 2011)¹⁵². Tuttavia, la velocità con cui gli spread si ampliarono in concomitanza con movimenti speculativi coordinati suggerisce che la componente finanziaria abbia avuto un ruolo determinante nell'accelerare la crisi.

La mancanza di strumenti efficaci di gestione comune delle crisi ha trasformato la speculazione in un fattore capace di incidere sulla sovranità economica degli Stati. Nel periodo più acuto, tra il 2010 e il 2012, i governi greco, italiano e spagnolo si trovarono costretti a varare misure di austerità non solo in risposta alle richieste delle istituzioni europee, ma anche sotto la pressione dei mercati, che penalizzavano ogni esitazione o segnale di incertezza politica. In questo contesto, gli hedge fund divennero un attore politico indiretto, in grado di condizionare le scelte economiche nazionali attraverso la dinamica dei rendimenti sovrani. Le conseguenze sociali di tali scelte furono significative, soprattutto in Grecia, dove l'impatto dell'austerità si tradusse in un forte aumento della disoccupazione e in una contrazione del PIL di dimensioni senza precedenti in tempo di pace (European Commission, 2012)¹⁵³.

Il tema della regolamentazione degli hedge fund emerse con forza proprio a seguito di queste vicende. A livello europeo, il varo della direttiva AIFMD (Alternative Investment Fund Managers Directive) nel 2011 rappresentò un tentativo di introdurre maggiore trasparenza e controllo su operatori tradizionalmente caratterizzati da ampia libertà d'azione. Pur non essendo specificamente mirata alla speculazione sui titoli sovrani, la direttiva rifletteva la consapevolezza che fondi con grande capacità di leva finanziaria e con

¹⁵⁰ Banca d'Italia. (2012). *Relazione annuale – Anno 2011*. Banca d'Italia. <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/relazione-annuale/2011/index.html>

¹⁵¹ European Central Bank. (2012). *Financial integration in Europe*. European Central Bank. <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/financialintegrationineurope201204en.pdf>

¹⁵² Bank for International Settlements. (2011). *The impact of sovereign credit risk on bank funding conditions*. CGFS Papers No. 43. Bank for International Settlements. <https://www.bis.org/publ/cgfs43.htm>

¹⁵³ European Commission. (2012). *The Second Economic Adjustment Programme for Greece. European Economy, Occasional Papers No. 94*. Directorate-General for Economic and Financial Affairs. https://ec.europa.eu/economy_finance/publications/occasional_paper/2012/op94_en.htm

strategie opache potessero destabilizzare non solo mercati azionari o obbligazionari privati, ma anche quelli legati al debito pubblico. La Banca d'Italia sottolineò come l'adozione della AIFMD costituisse un passo avanti verso una maggiore resilienza del sistema europeo, sebbene non sufficiente a eliminare del tutto le potenzialità speculative (Banca d'Italia, 2013)¹⁵⁴.

L'intervento della BCE segnò un punto di svolta. L'annuncio del programma OMT e il famoso discorso di Draghi del luglio 2012 modificarono radicalmente le aspettative dei mercati, poiché introdussero l'idea di un prestatore di ultima istanza disposto a difendere la stabilità della moneta unica. Dopo quel momento, le operazioni speculative contro i Paesi più fragili persero gran parte della loro forza, non perché le debolezze strutturali fossero scomparse, ma perché l'asimmetria di potere tra hedge fund e istituzioni europee si era ridotta. La disponibilità di un'istituzione in grado di mobilitare risorse potenzialmente illimitate cambiò le regole del gioco, limitando la capacità degli operatori privati di spingere i rendimenti verso livelli insostenibili (European Central Bank, 2012)¹⁵⁵.

La vicenda dei titoli pubblici di Grecia, Italia e Spagna dimostra come la speculazione finanziaria, pur agendo secondo logiche di profitto, possa avere effetti di natura sistemica in assenza di un quadro istituzionale solido. Gli hedge fund non crearono la crisi del debito sovrano europeo, ma contribuirono a renderla più profonda e rapida, mettendo a nudo i limiti dell'Unione Economica e Monetaria. Le implicazioni di lungo periodo riguardano non solo la necessità di rafforzare i meccanismi di vigilanza e trasparenza sugli operatori finanziari, ma anche l'esigenza di completare l'architettura europea con strumenti comuni in grado di prevenire future ondate speculative. La lezione appresa è che la stabilità dei mercati sovrani non può essere affidata unicamente alle forze di mercato, soprattutto quando operatori altamente specializzati come gli hedge fund dispongono della capacità di influenzare le dinamiche di Paesi interi.

3.2 Il caso delle banche irlandesi: Bail in e Bail out a confronto, quale strumento per garantire la stabilità economica.

La crisi bancaria irlandese rappresenta uno dei casi più emblematici del dibattito europeo tra i modelli di bail out e bail in come strumenti di gestione delle crisi finanziarie. L'Irlanda, prima della crisi del 2008, era considerata un'economia in forte espansione, grazie a un mix di crescita demografica, attrattività per gli investimenti esteri e boom immobiliare. Tuttavia, proprio la dipendenza dal settore edilizio e dall'indebitamento privato rese il sistema bancario vulnerabile a uno shock improvviso. Quando la bolla immobiliare esplose, il valore degli asset bancari crollò e gli istituti si ritrovarono gravemente esposti, con perdite che minacciavano di travolgere l'intera economia nazionale (Honohan, 2010)¹⁵⁶.

Il governo irlandese decise inizialmente di adottare la strategia del bail out, garantendo quasi integralmente le passività delle principali banche attraverso garanzie pubbliche e iniezioni di capitale. Questa scelta, motivata dall'urgenza di evitare un collasso immediato del sistema finanziario, trasferì però il peso della crisi dal settore privato ai conti pubblici, trasformando un problema bancario in una crisi del debito sovrano. Nel giro di pochi anni, il rapporto debito/PIL irlandese passò da meno del 30 per cento nel 2007 a oltre il 100 per cento nel 2012,

¹⁵⁴ Banca d'Italia. (2013). *Relazione annuale – Anno 2012*. Banca d'Italia. <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/relazione-annuale/2012/index.html>

¹⁵⁵ European Central Bank. (2012). *Financial integration in Europe*. European Central Bank. <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/financialintegrationineurope201204en.pdf>

¹⁵⁶ Honohan, P. (2010). *The Irish banking crisis: Regulatory and financial stability policy 2003-2008*. A Report to the Minister for Finance by the Governor of the Central Bank. <https://inquiries.oireachtas.ie/banking/wp-content/uploads/2014/12/Honohan-2010.pdf>

un aumento senza precedenti in tempo di pace (European Commission, 2011)¹⁵⁷. La logica del bail out mirava a preservare la stabilità sistemica, ma ebbe l'effetto collaterale di scaricare i costi sui contribuenti, suscitando critiche diffuse sia a livello nazionale che europeo.

Il caso irlandese divenne paradigmatico per il dibattito europeo perché mostrò i limiti del bail out in un contesto in cui le dimensioni delle perdite bancarie superavano la capacità fiscale di un singolo Stato. La necessità di interventi congiunti portò alla creazione di programmi di sostegno finanziario coordinati dall'Unione Europea e dal Fondo Monetario Internazionale. Questi interventi garantirono la liquidità necessaria per evitare un fallimento disordinato, ma vincolarono il Paese a severe misure di austerità, con forti conseguenze sociali ed economiche. La Commissione Europea riconobbe che l'esperienza irlandese evidenziava l'urgenza di un meccanismo di gestione delle crisi bancarie che non si basasse unicamente sul trasferimento delle perdite ai bilanci pubblici (European Commission, 2011)¹⁵⁸.

Il successivo dibattito portò all'affermazione del concetto di bail in, formalizzato a livello europeo con la direttiva BRRD (Bank Recovery and Resolution Directive) del 2014. L'idea alla base del bail in era quella di coinvolgere azionisti e creditori nel sostenere le perdite delle banche, riducendo il ricorso a fondi pubblici. Questo approccio nasceva dall'esigenza di preservare la stabilità finanziaria senza compromettere la sostenibilità dei conti sovrani. Se applicato retroattivamente, un bail in in Irlanda avrebbe probabilmente ridotto l'impatto sul debito pubblico, anche se avrebbe comportato conseguenze immediate per gli investitori privati e per la fiducia nei confronti del sistema bancario. Secondo la Banca Centrale Europea, la possibilità di applicare il bail in in futuro costituisce un deterrente contro comportamenti eccessivamente rischiosi da parte delle banche, poiché elimina la certezza implicita di un sostegno statale illimitato (European Central Bank, 2014)¹⁵⁹.

La contrapposizione tra bail out e bail in nel caso irlandese non è soltanto una questione tecnica, ma riflette due diverse concezioni del rapporto tra settore finanziario e società. Nel primo scenario, le istituzioni pubbliche assumono il ruolo di garante ultimo della stabilità, accollandosi i costi per evitare conseguenze sistemiche immediate. Nel secondo, la logica di mercato viene ripristinata, imponendo a chi ha beneficiato dei profitti in tempi di espansione di farsi carico delle perdite in caso di crisi. L'Irlanda, suo malgrado, divenne un banco di prova che spinse l'Europa a ridefinire i meccanismi di gestione delle crisi bancarie, trasformando un fallimento nazionale in una lezione continentale.

L'esperienza irlandese mette in evidenza come la scelta iniziale del bail out sia stata condizionata dall'urgenza del momento e dalla mancanza di un quadro normativo europeo capace di offrire alternative credibili. Nel settembre 2008, quando il governo decise di garantire le passività bancarie, il timore di un collasso generalizzato del sistema finanziario europeo pesava in modo determinante. La dimensione del sistema bancario irlandese, sproporzionata rispetto all'economia nazionale, rendeva difficile immaginare soluzioni ordinarie. Il totale degli attivi bancari superava di oltre quattro volte il PIL del Paese, un livello che mostrava la fragilità di un modello di crescita basato su un'espansione eccessiva del credito (Honohan, 2010). In un contesto simile, il bail out appariva come l'unico strumento in grado di contenere il contagio e garantire la continuità delle operazioni finanziarie.

¹⁵⁷ European Commission. (2011). *The Economic Adjustment Programme for Ireland. European Economy, Occasional Papers* No. 76. Directorate-General for Economic and Financial Affairs.

https://ec.europa.eu/economy_finance/publications/occasional_paper/2011/op76_en.htm

¹⁵⁸ European Commission. (2011). *The Economic Adjustment Programme for Ireland. European Economy, Occasional Papers* No. 76. Directorate-General for Economic and Financial Affairs.

https://ec.europa.eu/economy_finance/publications/occasional_paper/2011/op76_en.htm

¹⁵⁹ European Central Bank. (2014). *From bail-out to bail-in: mandatory burden-sharing of bank losses*. Monthly Bulletin, July 2014. European Central Bank. https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/art2_mb201407_pp55-73en.pdf

Le conseguenze di questa scelta furono però immediate e durature. Il trasferimento delle perdite dalle banche allo Stato generò un aumento drammatico del debito pubblico, rendendo necessaria l'attivazione di un programma di assistenza finanziaria congiunto dell'Unione Europea e del Fondo Monetario Internazionale. L'Irlanda ricevette circa 85 miliardi di euro in prestiti nel 2010, in cambio dell'impegno a implementare un rigoroso programma di consolidamento fiscale e di ristrutturazione del sistema bancario (International Monetary Fund, 2011)¹⁶⁰. La logica di questi programmi, incentrata su austerità e riduzione della spesa pubblica, sollevò critiche per i costi sociali che ne derivarono, tra cui la riduzione dei salari, l'aumento della disoccupazione e la contrazione degli investimenti pubblici.

Il dibattito che ne seguì a livello europeo si concentrò sulla necessità di ridurre l'azzardo morale, ossia la tendenza degli istituti finanziari a intraprendere comportamenti rischiosi nella convinzione che lo Stato sarebbe intervenuto a salvarli. La direttiva BRRD del 2014 nacque proprio per correggere questo squilibrio, introducendo regole vincolanti per il coinvolgimento di azionisti e creditori nelle perdite bancarie. Secondo la Banca Centrale Europea, il bail in rappresenta un meccanismo più equo ed efficace per gestire le crisi, poiché limita l'impatto sui bilanci pubblici e rafforza la disciplina di mercato, evitando che i rischi vengano sistematicamente trasferiti alla collettività (European Central Bank, 2014)¹⁶¹.

La differenza tra i due modelli emerge chiaramente guardando al profilo distributivo degli oneri. Nel bail out, i contribuenti sostengono i costi attraverso maggiore tassazione, tagli alla spesa e aumento del debito pubblico, mentre investitori e creditori vengono tutelati. Nel bail in, invece, la logica viene invertita: le perdite sono ripartite secondo una gerarchia che parte dagli azionisti, passa ai detentori di obbligazioni subordinate e, in ultima istanza, agli altri creditori non garantiti. Questo approccio riduce la probabilità di crisi fiscali come quella irlandese, ma solleva interrogativi sulla fiducia dei risparmiatori, soprattutto in Paesi con sistemi finanziari fragili.

Il caso irlandese resta emblematico perché dimostra come le scelte effettuate nei momenti di emergenza possano avere conseguenze di lungo periodo. La decisione di adottare il bail out, pur motivata da una logica di stabilizzazione immediata, trasformò un problema settoriale in una crisi sovrana, costringendo il Paese a una lunga stagione di sacrifici. Al tempo stesso, questa vicenda contribuì a spingere l'Europa verso un nuovo approccio alla gestione delle crisi bancarie, segnando il passaggio da una responsabilità prevalentemente pubblica a una ripartizione più equilibrata dei costi.

L'analisi comparata tra bail out e bail in, alla luce del caso irlandese, solleva riflessioni cruciali sul rapporto tra stabilità economica, giustizia distributiva e fiducia nei mercati finanziari. La decisione iniziale di ricorrere al bail out, pur giustificata dall'urgenza di evitare un collasso bancario, produsse una redistribuzione regressiva dei costi, gravando in larga parte sui cittadini. L'esperienza dimostrò che l'intervento statale, sebbene necessario a breve termine, può compromettere la sostenibilità delle finanze pubbliche e generare un effetto domino che amplifica la vulnerabilità di un Paese. Nel caso irlandese, l'impennata del debito rese necessario un lungo programma di aggiustamento, la cui severità fu giudicata eccessiva persino da organismi internazionali coinvolti nella gestione della crisi, come il Fondo Monetario Internazionale, che in successive

¹⁶⁰ International Monetary Fund. (2011). *Ireland: First and Second Reviews Under the Extended Arrangement*. IMF Country Report No. 11/109. International Monetary Fund. <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2016/12/31/Ireland-First-and-Second-Reviews-Under-the-Extended-Arrangement-Staff-Statement-Press-24859>

¹⁶¹ European Central Bank. (2014). *Banking structures report*. European Central Bank. <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/bankingstructuresreport201410.en.pdf>

valutazioni riconobbe la sottostima degli effetti recessivi delle politiche di austerità (International Monetary Fund, 2015)¹⁶².

Il bail in, introdotto in Europa solo dopo la crisi, risponde proprio alla necessità di interrompere il circolo vizioso tra sistema bancario e bilanci pubblici. La logica è che chi beneficia dei profitti in fasi di espansione debba anche sopportare i rischi in caso di fallimento, evitando che l'onere venga trasferito alla collettività. Questo principio appare coerente con l'obiettivo di rafforzare la resilienza del sistema finanziario, riducendo l'azzardo morale e promuovendo una maggiore responsabilizzazione degli attori privati. Tuttavia, la sua applicazione concreta non è priva di difficoltà. Il caso delle banche venete in Italia, o quello di alcune crisi bancarie minori in altri Paesi europei, ha mostrato come il bail in possa alimentare tensioni politiche e sociali, soprattutto quando coinvolge piccoli risparmiatori che, pur formalmente creditori, non possiedono la consapevolezza dei rischi assunti. La Banca Centrale Europea ha sottolineato che il successo del bail in dipende dalla capacità di bilanciare stabilità finanziaria e tutela dei depositanti, attraverso strumenti come la garanzia sui depositi e una comunicazione trasparente (European Central Bank, 2016)¹⁶³.

Dal confronto tra i due modelli emerge quindi che nessuna soluzione è priva di costi. Il bail out offre una protezione immediata ma genera un trasferimento di ricchezza dai contribuenti al settore finanziario, con il rischio di compromettere i conti pubblici e accrescere le disuguaglianze. Il bail in, al contrario, riduce l'impatto sui bilanci statali e rafforza la disciplina di mercato, ma può minare la fiducia dei risparmiatori e creare instabilità se applicato in modo improvviso o senza adeguata preparazione. L'Irlanda dimostrò che l'assenza di un quadro normativo chiaro costringe i governi a scelte drastiche, spesso dettate dall'emergenza più che da una valutazione strategica di lungo periodo.

L'evoluzione del caso irlandese indica anche che la credibilità delle istituzioni europee è fondamentale per la riuscita di qualsiasi modello. Il sostegno finanziario offerto dall'UE e dal FMI fu essenziale per evitare il collasso, ma l'imposizione di programmi di austerità durissimi minò la fiducia dell'opinione pubblica, alimentando un diffuso senso di ingiustizia sociale. Questo aspetto suggerisce che la gestione delle crisi bancarie non può essere considerata unicamente dal punto di vista tecnico, ma deve integrare dimensioni politiche e sociali. La Commissione Europea ha riconosciuto che, pur necessario, il consolidamento fiscale deve essere accompagnato da misure di sostegno alla crescita e da una comunicazione chiara per mantenere il consenso pubblico (European Commission, 2012)¹⁶⁴.

Il caso irlandese resta quindi un punto di svolta nella storia della regolamentazione bancaria europea. Ha mostrato i limiti di un approccio basato esclusivamente sul bail out e ha accelerato l'introduzione di strumenti di bail in volti a ripartire i costi in modo più equo e sostenibile. Allo stesso tempo, ha rivelato che nessun meccanismo, da solo, può garantire la stabilità economica senza un'adeguata cornice istituzionale e senza un equilibrio tra efficienza finanziaria e coesione sociale. La lezione che l'Europa ha tratto è che la gestione delle crisi deve poggiare su principi di responsabilità condivisa, trasparenza e coordinamento, affinché la salvaguardia del sistema non avvenga a scapito della fiducia dei cittadini.

¹⁶² International Monetary Fund. (2015). *Ireland: Eighth review under the extended arrangement*. IMF Country Report No. 15/20. International Monetary Fund. <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2016/12/31/Ireland-Eighth-Review-Under-the-Extended-Arrangement-42648>

¹⁶³ European Central Bank. (2016). *Financial stability review*. European Central Bank. <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/fsr/financialstabilityreview201605.en.pdf>

¹⁶⁴ European Commission. (2012). *The Second Economic Adjustment Programme for Greece. European Economy, Occasional Papers* No. 94. Directorate-General for Economic and Financial Affairs. https://ec.europa.eu/economy_finance/publications/occasional_paper/2012/op94_en.htm

3.3 Conclusioni critiche sui casi PIIGS: lezioni apprese o ignorate?

L'analisi dei casi di Grecia, Italia, Spagna, Portogallo e Irlanda durante la crisi dei debiti sovrani offre uno spunto fondamentale per riflettere sulle lezioni che l'Europa avrebbe dovuto trarre da quella stagione di turbolenze. I Paesi comunemente raggruppati sotto l'acronimo PIIGS condivisero fragilità strutturali diverse ma interconnesse: livelli elevati di debito pubblico o privato, sistemi bancari vulnerabili, deficit competitivi e una limitata capacità istituzionale di risposta agli shock. L'azione degli hedge fund e la speculazione finanziaria non furono la causa primaria della crisi, ma ebbero un ruolo significativo nell'amplificarne l'intensità, approfittando delle debolezze dell'architettura economica e politica dell'eurozona. La questione centrale è se, a distanza di oltre un decennio, quelle esperienze abbiano prodotto un cambiamento strutturale o se le stesse dinamiche rischino di ripresentarsi in futuro (Lane, 2012)¹⁶⁵.

Un primo elemento critico riguarda l'incompletezza dell'Unione Economica e Monetaria. L'assenza di un'unione fiscale e di strumenti di condivisione dei rischi rendeva i singoli Paesi vulnerabili agli attacchi speculativi, in quanto privi di un prestatore di ultima istanza chiaramente definito. Solo con l'intervento della Banca Centrale Europea e con il discorso di Draghi del luglio 2012 venne introdotta una garanzia credibile sulla tenuta dell'euro. Questa scelta fu efficace nel breve termine, ma non risolse del tutto la questione della frammentazione dei mercati del debito sovrano. L'esperienza dei PIIGS mostrò che la stabilità della moneta unica non può poggiare esclusivamente sulla politica monetaria, ma richiede un rafforzamento delle politiche fiscali comuni e meccanismi di solidarietà permanente (European Central Bank, 2012)¹⁶⁶.

Un secondo punto riguarda le conseguenze sociali e politiche delle misure adottate. In quasi tutti i Paesi coinvolti, i programmi di austerità imposti come condizione per l'assistenza finanziaria produssero una recessione prolungata, con aumenti significativi della disoccupazione e un calo del reddito disponibile. In Grecia, in particolare, la contrazione del PIL superò il 25 per cento, una dinamica paragonabile a quella di una depressione economica. In Portogallo e in Spagna le politiche di consolidamento fiscale contribuirono a una forte riduzione della spesa pubblica in settori cruciali come istruzione e sanità, alimentando un diffuso malcontento sociale. Il Fondo Monetario Internazionale ha successivamente riconosciuto di avere sottovalutato gli effetti recessivi delle misure di consolidamento, evidenziando come la mancanza di un bilanciamento tra stabilità finanziaria e crescita abbia aggravato l'impatto sociale della crisi (International Monetary Fund, 2013)¹⁶⁷.

Il terzo elemento critico riguarda il tema dell'azzardo morale. Il salvataggio delle banche, come nel caso irlandese e spagnolo, sollevò il problema della distribuzione dei costi della crisi tra settore privato e collettività. La successiva introduzione del bail in a livello europeo rappresentò una lezione appresa, volta a prevenire la ripetizione di dinamiche che avevano trasferito in maniera regressiva i costi ai contribuenti. Tuttavia, l'applicazione di questo meccanismo resta ancora oggi problematica, poiché tocca direttamente la fiducia dei risparmiatori e la stabilità politica dei Paesi interessati. Ciò suggerisce che, nonostante i progressi normativi, il bilanciamento tra disciplina di mercato e tutela dei cittadini rimane una questione aperta, irrisolta durante la crisi e solo parzialmente affrontata negli anni successivi (European Commission, 2014)¹⁶⁸.

La crisi dei PIIGS, quindi, non può essere letta unicamente come un episodio storico confinato a un determinato periodo, ma come un banco di prova delle capacità di risposta dell'Unione Europea e delle

¹⁶⁵ Lane, P. R. (2012). The European sovereign debt crisis. *Journal of Economic Perspectives*, <https://doi.org/10.1257/jep.26.3.49>

¹⁶⁶ European Central Bank. (2012). *Financial integration in Europe*. European Central Bank. <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/financialintegrationineurope201204en.pdf>

¹⁶⁷ International Monetary Fund. (2013). *World economic outlook: Hopes, realizations, and risks*. IMF.

<https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2016/12/31/World-Economic-Outlook-April-2013-Hopes-Realities-Risks-40201>

¹⁶⁸ European Commission. (2014). *Report on economic governance in the EU*. European Commission.

istituzioni internazionali. Le decisioni prese allora hanno segnato l'evoluzione della governance economica europea, ma lasciano aperto l'interrogativo se le lezioni siano state davvero interiorizzate o se restino fragilità capaci di riemergere in occasione di nuovi shock.

Un'ulteriore lezione che emerge dall'esperienza dei PIIGS riguarda la natura del rapporto tra mercati finanziari e sovranità politica. Nei momenti più acuti della crisi, governi democraticamente eletti furono costretti a orientare le proprie decisioni in funzione delle reazioni dei mercati obbligazionari, condizionati a loro volta dalle strategie speculative di hedge fund e grandi investitori istituzionali. Questa dinamica mostrò come, in assenza di strumenti europei di protezione, la sovranità economica nazionale potesse essere fortemente limitata. Il rischio percepito dai mercati non rifletteva solo i fondamentali economici, ma anche fattori politici come l'instabilità dei governi o la capacità di approvare riforme strutturali. Nel caso dell'Italia, ad esempio, il picco dello spread nel 2011 coincise con una fase di incertezza politica, suggerendo come le dinamiche speculative amplificassero le fragilità interne (Banca d'Italia, 2012)¹⁶⁹. La lezione da trarre è che la stabilità finanziaria dell'eurozona non può essere garantita senza un'integrazione più profonda tra le dimensioni economiche e quelle politiche.

Il secondo aspetto critico riguarda la lentezza con cui le istituzioni europee reagirono alla crisi. La creazione di strumenti come il Meccanismo Europeo di Stabilità e l'introduzione di programmi straordinari da parte della BCE avvennero solo dopo che la pressione dei mercati aveva già raggiunto livelli insostenibili. Questa reattività tardiva ebbe un costo elevato, sia economico sia sociale. Un meccanismo preventivo di condivisione dei rischi, come un fondo comune di garanzia del debito o un sistema fiscale integrato, avrebbe potuto attenuare l'intensità delle turbolenze. La Commissione Europea stessa ha riconosciuto, in valutazioni successive, che l'assenza di strumenti tempestivi di stabilizzazione contribuì a prolungare la crisi e ad accrescere le divergenze tra i Paesi membri (European Commission, 2012)¹⁷⁰. La mancata costruzione di un'unione fiscale rimane quindi una lezione ignorata, poiché ancora oggi l'area euro dipende in larga parte da risposte ad hoc in caso di shock.

Un terzo elemento da considerare è l'impatto politico della gestione della crisi. Nei Paesi più colpiti, l'applicazione di programmi di austerità come condizione per l'assistenza finanziaria alimentò un diffuso sentimento di sfiducia nei confronti delle istituzioni europee. In Grecia, ma anche in Spagna e Portogallo, il malcontento sociale si tradusse in una radicalizzazione del dibattito politico, con l'emergere di forze euroscettiche e movimenti di protesta che misero in discussione la legittimità delle politiche adottate. Questa evoluzione dimostrò che la stabilità economica non può essere perseguita a scapito della coesione sociale e del consenso politico. Il Fondo Monetario Internazionale ha successivamente ammesso che la gestione della crisi avrebbe dovuto tenere maggiormente conto degli effetti distributivi, sottolineando che la sostenibilità di lungo periodo richiede equilibrio tra disciplina fiscale e inclusione sociale (International Monetary Fund, 2013)¹⁷¹.

L'insieme di queste esperienze suggerisce che le lezioni apprese non sono state pienamente interiorizzate. Se da un lato la creazione di nuove regole per il settore bancario e l'introduzione di strumenti straordinari di politica monetaria rappresentano progressi significativi, dall'altro permangono vulnerabilità strutturali. La mancanza di un bilancio comune, la fragilità dei meccanismi di solidarietà e la distanza tra istituzioni europee e cittadini continuano a rappresentare punti deboli. La crisi dei PIIGS ha insegnato che l'architettura

¹⁶⁹ Banca d'Italia. (2012). *Relazione annuale 2012*. Banca d'Italia. <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/relazione-annuale/2012/index.html>

¹⁷⁰ European Commission. (2012). *European economic forecast: Spring 2012*. European Commission.

¹⁷¹ International Monetary Fund. (2013). *World economic outlook: Hopes, realizations, and risks*. IMF.

dell'eurozona richiede maggiore coesione per resistere a shock futuri, ma molti dei nodi emersi allora restano irrisolti.

Guardando in prospettiva, la crisi dei PIIGS ha rappresentato un banco di prova per l'intera architettura istituzionale europea, evidenziandone fragilità e contraddizioni. Una delle principali lezioni riguarda la necessità di un'unione bancaria completa, che includa non solo meccanismi comuni di vigilanza e risoluzione, ma anche un sistema di garanzia dei depositi a livello europeo. La mancata realizzazione di quest'ultimo pilastro lascia ancora oggi i sistemi bancari nazionali esposti a dinamiche di sfiducia che possono rapidamente trasformarsi in crisi di liquidità. La Banca Centrale Europea ha ribadito che il completamento dell'unione bancaria è un passaggio indispensabile per ridurre il legame tra rischio sovrano e rischio bancario, quel "doom loop" che aveva amplificato la crisi in Spagna e Irlanda (European Central Bank, 2019)¹⁷². Nonostante i progressi compiuti, l'assenza di una piena integrazione dimostra che non tutte le lezioni del passato sono state fatte proprie.

Un altro aspetto riguarda il coordinamento delle politiche fiscali. Durante la crisi, l'adozione simultanea di politiche di austerità nei Paesi colpiti ridusse la domanda interna e aggravò la recessione. Un approccio più bilanciato, che combinasse sostegno alla crescita con disciplina fiscale, avrebbe potuto mitigare gli effetti negativi. A posteriori, diversi studi hanno mostrato che il moltiplicatore fiscale era stato sottovalutato, portando a un eccesso di consolidamento in tempi troppo brevi (International Monetary Fund, 2013). La lezione da trarre è che la gestione delle crisi richiede una maggiore flessibilità, capace di adattarsi al ciclo economico e di evitare politiche procicliche che rischiano di compromettere la ripresa. Tuttavia, la governance europea continua a basarsi su regole rigide, che seppur riformate, lasciano ancora poco spazio a un coordinamento macroeconomico efficace.

Le esperienze dei PIIGS hanno anche dimostrato l'importanza della comunicazione e della fiducia. La gestione della crisi fu spesso percepita come imposta dall'esterno, alimentando un senso di perdita di sovranità e di disuguaglianza tra Paesi del Nord e del Sud Europa. Questo deficit di legittimazione politica ha avuto conseguenze di lungo periodo, rafforzando forze politiche euroscettiche e riducendo il consenso attorno al progetto di integrazione. La Commissione Europea, nelle sue valutazioni successive, ha sottolineato l'importanza di una governance più inclusiva e trasparente, capace di coinvolgere maggiormente i cittadini nelle decisioni e di spiegare in modo chiaro le ragioni delle politiche adottate (European Commission, 2015)¹⁷³. La lezione politica, dunque, è che la stabilità economica non può essere separata dalla costruzione di consenso e fiducia tra cittadini e istituzioni.

Infine, la crisi dei PIIGS solleva un interrogativo più ampio: le riforme introdotte sono sufficienti a prevenire una nuova crisi di debito sovrano? Gli interventi della BCE, le regole di bail in, l'unione bancaria parziale e i meccanismi di stabilità finanziaria hanno ridotto alcune vulnerabilità, ma non hanno risolto del tutto i problemi di fondo. L'assenza di una piena unione fiscale e politica mantiene l'eurozona esposta a shock asimmetrici, come dimostrato dalla pandemia del 2020, che ha richiesto l'adozione di strumenti straordinari come il Next Generation EU. Questo dimostra che le lezioni apprese dalla crisi dei PIIGS hanno portato a passi avanti importanti, ma ancora incompleti, lasciando aperta la possibilità che, in mancanza di riforme più profonde, scenari simili possano ripresentarsi in futuro.

In definitiva, l'esperienza dei PIIGS ha lasciato un'eredità ambivalente. Da un lato, ha spinto l'Europa a compiere progressi significativi nella governance economica e nella regolamentazione finanziaria. Dall'altro,

¹⁷² European Central Bank. (2019). *Financial stability review*. European Central Bank. <https://www.ecb.europa.eu/press/financial-stability-publications/fsr/html/ecb.fsr201905~266e856634.en.html>

¹⁷³ European Commission. (2015). *Annual report on EU economic governance*. European Commission. https://commission.europa.eu/publications/annual-activity-reports-2015_en

ha mostrato la difficoltà di trasformare lezioni dolorose in cambiamenti strutturali duraturi. La storia della crisi del debito sovrano rimane un monito: senza un rafforzamento dell'integrazione europea e una maggiore attenzione all'equità sociale, le fragilità emerse allora rischiano di riemergere, mettendo nuovamente alla prova la stabilità dell'euro e la coesione del progetto europeo.

Conclusioni

L'analisi condotta ha mostrato come gli hedge fund rappresentino una realtà ambivalente: da un lato sono motori di innovazione, efficienza e liquidità nei mercati; dall'altro, attraverso strategie speculative aggressive e l'uso intensivo della leva, possono accentuare crisi e generare rischi sistemici. Il caso GameStop ha dimostrato che, in un contesto di democratizzazione dell'informazione e coordinamento digitale, anche gli attori retail possono influenzare l'operatività dei grandi fondi, riducendo l'asimmetria di potere ma introducendo nuove forme di volatilità. Allo stesso tempo, la crisi dei debiti sovrani nell'area euro ha evidenziato che la speculazione non opera nel vuoto, ma sfrutta le debolezze strutturali delle istituzioni economiche e politiche.

Le esperienze esaminate suggeriscono che la regolamentazione degli hedge fund non può limitarsi a un controllo formale, ma deve tenere conto del loro impatto sistemico e della crescente interconnessione tra finanza, politica e società. La direttiva AIFMD, le iniziative del G20 e gli interventi delle banche centrali rappresentano passi importanti, ma non esaustivi. Resta aperta la sfida di conciliare la libertà di innovazione finanziaria con la necessità di prevenire effetti destabilizzanti, rafforzando al tempo stesso trasparenza, governance e tutela dell'interesse collettivo.

In definitiva, gli hedge fund continueranno a essere un pilastro controverso della finanza globale. Il loro futuro dipenderà dalla capacità di gestori, regolatori e istituzioni di costruire un ecosistema in cui la ricerca di performance non comprometta la stabilità del sistema e la fiducia dei cittadini. Solo attraverso un equilibrio tra efficienza economica e coesione sociale sarà possibile trasformare il potere degli hedge fund da potenziale minaccia a risorsa per lo sviluppo sostenibile dei mercati.

Bibliografia

- Ackerman, C., McEnally, R., & Ravenscraft, D. (1999). The performance of hedge funds: Risk, return, and incentives. *The Journal of Finance*, 54(3), 833–874. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00129>
- Adrian, T., & Shin, H. S. (2010). Liquidity and leverage. *Journal of Financial Intermediation*, 19(3), 418–437. <https://doi.org/10.1016/j.jfi.2009.08.002>
- Allen, F. (2022). Populist finance and the rise of meme stocks. *Journal of Applied Corporate Finance*, 34(2), 8–20. <https://doi.org/10.1111/jacf.12517>
- Appel, I. R., & Fos, V. (2020). Active short selling by hedge funds. *The Review of Financial Studies*, 33(6), 2723–2769. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhz106>
- Aragon, G. O., Liang, B., & Schwarz, C. (2022). Hedge fund leverage and liquidity. *Journal of Financial Economics*, 146(1), 1–25. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2022.01.002>
- Arghyrou, M. G., & Tsoukalas, J. D. (2011). The Greek debt crisis: Likely causes, mechanics and outcomes. *The World Economy*, 34(2), 173–191. <https://doi.org/10.1111/j.1467-9701.2011.01328.x>
- Banerjee, S., Humphery-Jenner, M., & Nanda, V. (2023). Attention, social interaction, and investor trading: Evidence from Reddit's WallStreetBets. *Management Science*. Advance online publication. <https://doi.org/10.1287/mnsc.2023.4731>
- Barth, D., Hammond, C., & Monin, P. (2020). Leverage and risk in hedge funds. *Office of Financial Research Working Paper No. 20-02*. <https://www.financialresearch.gov/working-papers/2020/02/25/02-leverage-and-risk-in-hedge-funds/>
- Beber, A., Fabbri, D., Pagano, M., & Simonelli, S. (2019). Short-selling bans and bank stability. *CEPR Discussion Paper No. DP13621*. <https://cepr.org/publications/dp13621>
- Brunnermeier, M. K., & Oehmke, M. (2013). The maturity rat race. *The Journal of Finance*, 68(2), 483–521. <https://doi.org/10.1111/jofi.12001>
- Brunnermeier, M. K., & Pedersen, L. H. (2009). Market liquidity and funding liquidity. *The Review of Financial Studies*, 22(6), 2201–2238. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhn098>
- Chan, N., Getmansky, M., Haas, S., & Lo, A. W. (2005). Systemic risk and hedge funds. *MIT Sloan Research Paper No. 4615-05*. <https://ssrn.com/abstract=671443>
- Chiu, I. H. (2022). Gamification and retail investing: Risks and regulatory responses. *Capital Markets Law Journal*, 17(1), 45–66. <https://doi.org/10.1093/cmlj/kmab031>
- Coval, J. D., Stafford, E., & Yue, V. Z. (2022). WallStreetBets: The evolving impact of collective retail trading. *NBER Working Paper No. 29997*. <https://doi.org/10.3386/w29997>
- Desai, H., Krishnamurthy, S., & Venkataraman, K. (2006). Do short sellers target firms with poor earnings quality? *Contemporary Accounting Research*, 23(2), 531–561. <https://doi.org/10.1506/16P0-NEJ9-5U1H-8DVR>
- Duffie, D. (2022). Financial market infrastructure: Too important to fail. *Journal of Economic Perspectives*, 36(1), 3–24. <https://doi.org/10.1257/jep.36.1.3>

- Eaton, G. W., Green, T. C., Roseman, B., & Wu, Y. (2022). Retail trader activity and stock prices: Evidence from Robinhood. *The Journal of Finance*, 77(4), 1863–1908. <https://doi.org/10.1111/jofi.13173>
- Eaton, G. W., Green, T. C., Roseman, B., & Wu, Y. (2022). Retail trader sophistication and stock market quality: Evidence from brokerage outages. *The Review of Financial Studies*, 35(11), 4979–5026. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhac060>
- Gatev, E., Goetzmann, W. N., & Rouwenhorst, K. G. (2006). Pairs trading: Performance of a relative-value arbitrage rule. *The Review of Financial Studies*, 19(3), 797–827. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhj020>
- Guzman, M., Ocampo, J. A., & Stiglitz, J. E. (2016). *Too little, too late: The quest to resolve sovereign debt crises*. Palgrave Macmillan. <https://doi.org/10.1057/9781137524949>
- Kolasinski, A. C., Reed, A. V., & Ringgenberg, M. C. (2013). Public shorting. *Journal of Financial Economics*, 107(1), 24–45. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2012.07.004>
- Lamont, O. A. (2012). Go down fighting: Short sellers vs. firms. In D. Acemoglu & M. Woodford (Eds.), *NBER Macroeconomics Annual 2011, Volume 26* (pp. 213–246). University of Chicago Press. <https://doi.org/10.1086/663991>
- Lane, P. R. (2012). The European sovereign debt crisis. *Journal of Economic Perspectives*, 26(3), 49–68. <https://doi.org/10.1257/jep.26.3.49>
- Lo, A. W. (2008). *Hedge funds: An analytic perspective*. Princeton University Press. <https://press.princeton.edu/books/paperback/9780691122940>
- Ljungqvist, A., & Qian, W. (2016). How constraining are limits to arbitrage? *The Review of Financial Studies*, 29(8), 1975–2028. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhw026>
- Macey, J. R. (2021). GameStop and the rebirth of the retail investor. *Yale Law & Economics Research Paper* No. 644. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3785559>
- Mallaby, S. (2010). *More money than God: Hedge funds and the making of a new elite*. Penguin Press.
- Mitchell, M., & Pulvino, T. (2001). Characteristics of risk and return in risk arbitrage. *The Journal of Finance*, 56(6), 2135–2175. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00403>
- Mittal, A., & Sinha, R. (2022). Memes and markets: Understanding GameStop, Robinhood, and the rise of retail investors. *Journal of Behavioral Finance*, 23(2), 232–248. <https://doi.org/10.1080/15427560.2021.1988957>
- Ofek, E., & Richardson, M. (2003). DotCom mania: The rise and fall of internet stock prices. *The Journal of Finance*, 58(3), 1113–1137. <https://doi.org/10.1111/1540-6261.00560>
- Patterson, S. (2021). *The revolution that wasn't: GameStop, Reddit, and the fleecing of small investors*. PublicAffairs.
- Poledna, S., Molina-Borboa, J. L., Martínez-Jaramillo, S., van der Leij, M., & Thurner, S. (2013). The multi-layer network nature of systemic risk and its implications for the regulation of financial markets. *Journal of Financial Stability*, 13, 9–31. <https://doi.org/10.1016/j.jfs.2014.02.002>
- Scholten, O. (2022). The GameStop short squeeze: Financial populism in the internet age. *Journal of Cultural Economy*, 15(6), 663–678. <https://doi.org/10.1080/17530350.2022.2084604>

Stiglitz, J. E. (2010). *Freefall: America, free markets, and the sinking of the world economy*. W. W. Norton & Company.

Väänänen, J. (2021). Social dynamics of meme stocks: Rethinking market microstructure. *European Financial Management*, 27(5), 1089–1116. <https://doi.org/10.1111/eufm.12345>

Welch, I. (2021). The wisdom of the Robinhood crowd. *The Journal of Finance*, 76(3), 1329–1369. <https://doi.org/10.1111/jofi.13034>

Istituzioni e rapporti ufficiali

Banca d'Italia. (2012). *Relazione annuale 2012*. <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/relazione-annuale/2012>

Banca d'Italia. (2013). *Relazione annuale 2013*. <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/relazione-annuale/2013>

Bank for International Settlements. (2011). *The impact of sovereign credit risk on bank funding conditions* (CGFS Papers No. 43). <https://www.bis.org/publ/cgfs43.htm>

Bank for International Settlements. (2021). *Non-bank financial intermediation and systemic risk* (Quarterly Review, March 2021). https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt2103i.pdf

European Central Bank. (2012). *Financial integration in Europe*. <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/financialintegrationineurope201204en.pdf>

European Central Bank. (2014). From bail-out to bail-in: Mandatory burden-sharing of bank losses. *ECB Monthly Bulletin*, July 2014, 55–73. https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/art2_mb201407_pp55-73en.pdf

European Commission. (2010). *The economic adjustment programme for Greece* (Occasional Paper No. 61). https://ec.europa.eu/economy_finance/publications/occasional_paper/2010/op61_en.htm

European Commission. (2012). *The second economic adjustment programme for Greece* (Occasional Paper No. 94). https://ec.europa.eu/economy_finance/publications/occasional_paper/2012/op94_en.htm

International Monetary Fund. (2013). *World economic outlook: Hopes, realizations, and risks*. IMF. <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2016/12/31/World-Economic-Outlook-April-2013-Hopes-Realities-Risks-40201>

International Organization of Securities Commissions. (2022). *Report on retail investor education in the digital age*. IOSCO. <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD718.pdf>

Organisation for Economic Co-operation and Development. (2022). *Retail investing and the rise of “meme stocks.”* OECD. <https://www.oecd.org/finance/retail-investing-and-the-rise-of-meme-stocks.htm>

U.S. House Committee on Financial Services. (2021). *Game stopped? Who wins and loses when short sellers, social media, and retail investors collide* (Hearing Report, 117th Congress). U.S. Government Publishing Office. <https://www.govinfo.gov/app/details/CHRG-117hhr44373>

U.S. Securities and Exchange Commission. (2021). *Staff report on equity and options market structure conditions in early 2021*. SEC. <https://www.sec.gov/news/report/staff-report-equity-options-market-structure-conditions-early-2021>