

El poder invisible del short selling: cuando el sistema apuesta contra ti.

En esencia, la venta en corto es un mecanismo sencillo. El inversor toma prestadas unas acciones, las vende en el mercado y espera a que su precio caiga para recomprarlas más baratas. Luego las devuelve al prestamista —pagándole un interés— y se queda con la diferencia entre el precio de venta y el de recompra. Esa es la versión clásica, conocida como covered short selling: vender algo que, aunque prestado, realmente posees. La variante más controvertida es el naked short selling (o venta “desnuda” en corto): consiste en vender sin haber tomado prestadas las acciones ni asegurarse de poder entregarlas después. El principio es el mismo —se gana si el precio cae—, pero el operador se ahorra el coste del préstamo y puede repetir la operación muchas más veces y con volúmenes mayores, porque no necesita esperar a que haya acciones disponibles para pedir prestadas. En la práctica, ambas estrategias ejercen presión bajista sobre el valor y el mercado. Sin embargo, en su versión más agresiva —la “desnuda”— esa presión puede ser mucho más intensa, al permitir ventas en corto sin el freno natural que impone la disponibilidad real de títulos. Así, los grandes operadores pueden obtener, mediante la práctica del naked short selling, una proporción mucho mayor de beneficios en el mercado. Esta operativa está formalmente prohibida en la mayoría de los mercados desarrollados. Sin embargo, en varios de ellos —como Estados Unidos— la regulación contempla excepciones para los market makers (creadores de mercado), en la mayoría de los casos grandes bancos internacionales, quienes están autorizados realizar estas ventas desnudas en corto bajo el pretexto de su función de mejorar la formación de precios y proporcionar liquidez. En la práctica, esto les otorga libertad para derrumbar la cotización de un valor cuando consideran que su precio está inflado.

Teóricamente, las normas vigentes deberían bastar para evitar la manipulación del mercado, pero en la práctica, no es así. Lo sé porque los fails-to-deliver (FTD) —situaciones en las que un operador vende en corto sin poseer las acciones ni haberlas tomado prestadas, y consecuentemente no puede entregarlas al comprador— no solo siguen ocurriendo, sino que se han multiplicado de forma preocupante en los dos últimos años. Esto me indica que las “excepciones” regulatorias que permiten a los market makers realizar estas operaciones están disparando las ventas desnudas en corto, y que la mayoría de estas operaciones no han cumplido el supuesto propósito de mejorar la formación de precios; más bien parecen haber servido a fines ajenos al verdadero market making.

Sabemos que entre 2023 y 2024, el volumen medio diario de FTDs osciló entre 80 y 120 millones de acciones —equivalentes a unos 2.000–3.000 millones de dólares al día—, pero en ciertos picos superó los 1.000 millones de acciones vendidas en corto y sin entrega, en un día. Equivale a unos 30.000 millones de dólares en valor fallido diario. Preocupante es

también que aproximadamente el 30 % de esos fallos se prolongaron durante varios días, un patrón que en modo alguno puede asociarse a una actividad cotidiana de un market maker, si no que suele asociarse a prácticas dudosas, orientadas a obtener un rendimiento con la caída de ciertos valores.

La zona oscura para el inversor minorista y los fund managers.

He querido incluirlos en la misma categoría porque, en realidad, muchos gestores de fondos, igual que el inversor minorista, operan dentro de este marco informativo asimétrico, confiando en un mercado que, con frecuencia, no refleja las condiciones reales.

A ojos del regulador, el short selling cumple un papel legítimo en la formación de precios y en la disciplina del gobierno corporativo. Es, en esencia, un mecanismo que castiga la negligencia empresarial. Pero existe una frontera difusa entre esa función económica noble y la manipulación orientada al beneficio propio. Y es que la literatura financiera ha documentado técnicas de manipulación del mercado asociadas al short selling. Técnicas tan sutiles que hacen que muchas sean difíciles de detectar. Una de las más llamativas es la conocida como *phantom shares*. Permítanme explicarla, porque conviene saber a qué están jugando. En uno de los casos más paradigmáticos que he estudiado, la compañía Overstock denunció ante los tribunales que detrás de la intensa presión bajista sobre su acción se ocultaba un engranaje perfectamente engrasado por Goldman Sachs. Durante el juicio salieron a la luz correos internos del banco con frases inquietantes, como una en la que un empleado decía: “we will let you fail”. La expresión sugiere que se permitía a un hedge fund, a un market maker o incluso a otra división del propio banco (esto último es una apreciación personal mía) vender en corto sin disponer de las acciones, incumpliendo su entrega posterior. Eso equivale, prácticamente, a reconocer que los fails to deliver no eran errores, sino parte del mecanismo. Y es aquí donde la práctica se vuelve perversa: cada fallo de entrega genera la ilusión de que existen más acciones disponibles para préstamo, lo que presiona a la baja su precio. Piensen en este ejemplo. Un accionista original de Overstock —llamémosle inversor A— posee títulos reales. Un operador en corto realiza una venta “desnuda” de esas acciones a un inversor B. Cuando el operador en corto no entrega los títulos, el sistema contable registra igualmente que B posee las acciones, aunque estas nunca se hayan transferido físicamente (recuerden que el Hedge Fund no había tomado prestados los títulos y no tenía nada para entregar, y que Goldman le permitió “fallar en la entrega”). Sin embargo, el inversor A sigue manteniendo las suyas, porque nunca las prestó. Así nacen las phantom shares: B las tiene “en los libros del sistema”, y A las conserva también. Al decir: “we will let you fail”, Goldman multiplicaba artificialmente el flotante. De pronto, parecía haber más títulos disponibles para préstamo, con lo que el coste de préstamo de esas acciones se desplomaba, estimulando la proliferación de nuevas ventas adicionales en corto. La consecuencia en el precio ya la

pueden imaginar: el precio de la acción cae, sometida a este engranaje bajo el peso de un número brutal de acciones que nunca existieron. ¿Magia? Bueno. Digamos que ahora entiendo cuando Henry Ford dijo: “si la gente entendiera de verdad el sistema bancario, habría una revolución antes de mañana”.

Otros métodos de manipulación de mercado, quizá menos sofisticados y más propios de firmas de segunda fila que de Goldman, incluyen el conocido “*short-and-distort*”. Esta práctica consiste en vender acciones en corto y, en connivencia con firmas de research especializadas, difundir tesis de venta que mezclan opiniones con hechos, coordinando su publicación justo cuando el operador ha acumulado el mayor número posible de posiciones cortas. La ley prohíbe expresamente cualquier connivencia entre el vendedor en corto y la firma de research que emite el informe desfavorable, pero en la práctica este tipo de situaciones se repiten con cierta frecuencia. Un ejemplo fue el caso de Hindenburg Research y el fondo Anson Fund, donde se demostró judicialmente que ambas organizaciones intercambiaron correos previos en los que el hedge fund sugería el momento exacto para difundir el informe negativo. Otro caso similar fue el de Andrew Left y su fondo Citron.

Otra práctica habitual (y curiosa) de manipulación del precio por parte de short sellers es el llamado “*spoofing*”, que consiste en enviar un gran número de órdenes a los libros de mercado que en realidad no se pretende ejecutar. Su objetivo es engañar a los inversores, haciéndoles creer que existe una presión real de compra o venta, e inducir a que operen en el mercado en una dirección para provocar así movimientos en el precio. Una vez conseguido el efecto deseado, las órdenes se cancelan de inmediato. Esta conducta está tipificada como prohibida por las autoridades de mercado, aunque sigue siendo sorprendentemente frecuente.

Otra técnica recurrente es la conocida como “*painting the tape*”, que implica operaciones coordinadas entre cuentas vinculadas para generar volumen artificial y patrones de precios diseñados para atraer la atención del inversor minorista. Estos patrones normalmente incorporan la activación de algoritmos que toman al inversor minorista a contrapié.

Y por supuesto, no nos podemos olvidar de la mítica manipulación vía *dark pools*, consistente en la ejecución de órdenes en mercados no transparentes y en donde se cruzan bloques (dark pools) a determinadas horas de liquidez reducida (after market) con el fin de maximizar el impacto con un volumen limitado de capital. De este modo, se fija artificialmente un cambio violento en el nivel de precios que desencadena reacciones inmediatas en los mercados visibles. Es un ámbito que los supervisores también vigilan, aunque todavía de manera insuficiente.

Nuevas reglas, viejos trucos: ¿logrará la SEC frenar la manipulación del mercado?

Un buen punto de partida es entender que la SEC no castiga la agresividad de una posición corta, y que sólo castiga el uso de técnicas destinadas a manipular el mercado con fines lucrativos. Quizás ahí esté el problema: un enfoque reducido del legislador, ya que, en la práctica, este tipo de conductas abusivas resulta difícil de probar y las sanciones (si es que llegan) suelen llegar tarde. Dicho esto, con el propósito de limitar las prácticas de manipulación del mercado en los Estados Unidos, la SEC ha promulgado diversas normas destinadas a su supervisión. Por ejemplo, en 2023 la SEC aprobó dos nuevas normas destinadas a aumentar la transparencia: la Rule 13f-2 y la Rule 10c-1. La primera introduce un formulario obligatorio (Form SHO) que deben presentar los short sellers para reportar sus posiciones cortas significativas —aquellas que superen los 10 millones de dólares de valor o el 2,5 % de las acciones en circulación—. En pocas palabras, obliga directamente al vendedor en corto (short seller) a informar a la SEC de sus grandes posiciones. Esto supone un cambio relevante respecto a la normativa anterior, en la que eran los custodios quienes remitían los datos. Mi primera reacción fue pensar que, gracias a esta norma, por fin podríamos conocer la identidad de los operadores que mantenían bajo presión determinados valores, cuya cotización permanecía atrapada en un bucle de cotización sin sentido, y con ella, al inversor. Y pensé que, tal vez, al verse obligados ahora a declarar y hacer públicas sus ventas en corto, moderarían su agresividad y “liberarían” a algunos títulos —sobre todo pequeños y medianos— de ese ciclo interminable. Pero me equivocaba. Después se lo explico. La segunda norma, la Rule 10c-1, obliga a comunicar todos los préstamos de valores que hayan tenido lugar en cualquier institución.

En conjunto, ambas reglas pretenden ofrecer a la SEC una visión completa de las grandes posiciones cortas, quién las ejecuta y de si están efectivamente respaldadas por los títulos prestados, evitando así los fail-to-deliver. En definitiva, el regulador podrá medir mejor si se abusa del naked short selling. Y eso, sin duda, es positivo.

Pero incluso en las historias más luminosas suele esconderse un “pero”. Este llegó cuando la SEC decidió aplazar la entrada en vigor de ambas normas y, sobre todo, cuando se supo que el público no tendría acceso a esa información. Si bien los short sellers deberán reportar sus posiciones al regulador, estos mantendrán el anonimato de cara al público.

¡Sorpresa! La SEC aplaza la entrada en vigor de las nuevas normas de transparencia.

La decisión, adoptada a mediados de 2025, despertó una oleada de críticas y dudas sobre las verdaderas motivaciones del organismo. Según la nueva prórroga, el primer envío de información por parte de los vendedores en corto —el Form SHO—, se ha aplazado hasta febrero de 2026, y el primer reporte correspondiente a la segunda norma (la 10c-1) se

pospone, a su vez, hasta el 26 de septiembre de 2026. Y lo más decepcionante: la divulgación pública de los datos agregados (y anónimos) no comenzará hasta el 29 de marzo de 2027. Una auténtica frustración.

Las razones esgrimidas por las autoridades son de naturaleza técnica. Hasta ahora conocíamos las posiciones en corto porque los custodios las reportan. Sin embargo, con la nueva normativa deberán hacerlo no solo los custodios, sino todas las instituciones que superen el umbral establecido. Todos deberán reportar las operaciones vigentes el mismo día a FINRA, lo que implica verificar millones de registros. Un proceso que, según la SEC, plantea importantes desafíos técnicos. De ahí la propuesta de aplazamiento. ¿Una prórroga demasiado extensa y complaciente con los short sellers? Lo dejo a su criterio.

Muchos de ustedes —no sin cierta decepción— llegarán a la conclusión de que, en el fondo, nada ha cambiado para el inversor común, que seguirá expuesto a las mismas fuerzas oscuras que gobiernan el mercado. Porque las nuevas normas no solo preservan el anonimato de los grandes vendedores en corto, sino que además mantienen el retraso en la publicación de los datos, de modo que las cifras que se nos comuniquen seguirán reflejando, en realidad, lo ocurrido quince días atrás. Eso, sin duda, decepcionará a más de uno (como a mí). Al fin y al cabo, un short seller siempre puede actuar con mayor agresividad cuando opera en la sombra, libre del escrutinio moral del resto de inversores. Lamento decirles que eso no va a cambiar. Para entender la razón, debemos comprender el funcionamiento y el espíritu de las leyes norteamericanas.

Según el legislador, revelar públicamente quién está vendido en corto, así como el tamaño de su posición, podría desencadenar una espiral aún mayor de volatilidad. Se considera que cuando un fondo de cierto prestigio toma prestadas grandes cantidades de un título concreto para venderlas en corto, si el mercado lo supiera al instante muy probablemente usaría esa información para explotar la misma estrategia, provocando nuevas posiciones cortas y un desplome continuado del valor. Adicionalmente, la ley norteamericana defiende el anonimato de los inversores en virtud del principio de Protección de estrategias propietarias y algoritmos (considerados como un activo). Si esos datos se publicaran con detalle, inversores terceros podrían replicar esas estrategias propietarias, eliminando el incentivo a desarrollar modelos complejos y que (a priori) tiene una función económica legítima. Es por todo ello que la SEC opta por un modelo de reporting privado a FINRA, y divulgación diferida al público después; equilibrando así supervisión regulatoria y protección competitiva. Con lo que nada cambiará en esencia, salvo ciertos detalles.

¿Supondrán las nuevas leyes una mayor protección para el inversor minoritario, o persistirá el riesgo de permanecer atrapado en los mecanismos de manipulación?

En una reflexión rápida diría que poco o nada cambia para el inversor minorista. No se identificará a los gestores con posiciones cortas, los datos seguirán publicándose con retraso y de forma agregada —por valor, no por gestor—. En consecuencia, los short sellers continuarán operando sin estar sometidos a la exposición pública, lo que podría preservar la agresividad que caracterizan sus estrategias. En una reflexión más meditada, sin embargo, diría que la normativa sí introduce una mejora relevante para el inversor minorista. El regulador (SEC) sí sabrá qué instituciones van más allá de la mera función del market making; y lo sabrá cada mes completo, no solo el último día de mes. Ello mejorará su capacidad de supervisión *ex post*. Mi pregunta es si podrá prevenir *ex ante* los ataques coordinados o manipulativos en tiempo real. Dependiendo de si la SEC utiliza la nueva información como base de advertencias o sanciones *ex post* cuando detecte comportamientos recurrentes y desproporcionados, entonces sí que estas leyes podrían contribuir a moderar los ataques coordinados de determinados hedge funds o market makers sobre valores concretos.

Conclusión

Aunque la nueva normativa no suponga un avance sustancial en materia de transparencia para el público inversor, sí representa un paso relevante al ampliar la visibilidad del supervisor sobre la operativa de las ventas desnudas en corto. Por primera vez, la SEC contará con una visión más granular de estas operaciones, lo que permitirá detectar conductas de manipulación con mayor precisión. Puede decirse que el nuevo marco regulatorio contribuye a limitar los abusos del mercado. Sin embargo, quienes operan en este ámbito han demostrado una notable capacidad para adaptarse a cualquier cambio en el marco normativo, y es previsible que sigan haciéndolo. Los grandes fondos y mesas especializadas buscarán seguir moviéndose en ese estrecho margen que separa la conducta legítima de la abusiva y, de alguna manera, el zorro seguirá siendo el guardián del gallinero: las mismas entidades encargadas de controlar los engranajes del *securities lending* y del *clearing* son, con frecuencia, las que más se benefician de los resquicios normativos. De este modo, la supervisión corre el riesgo de convertirse en un ritual burocrático y estéril.

Mientras la SEC mantenga su enfoque centrado sólo en sancionar los comportamientos distorsionadores probados, pero siga sin limitar la escala o agresividad de las posiciones cortas, resultará imposible erradicar por completo las prácticas manipulativas.

Alex Fusté