



CONSOB

COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETA' E LA BORSA

**COMMISSIONE PARLAMENTARE DI INCHIESTA
SUL SISTEMA BANCARIO E FINANZIARIO**

**Elementi informativi in merito
alla vicenda Gamestop
e all'impatto del trading on-line**

*AUDIZIONE
M. ANTONIETTA SCOPELLITI
SEGRETARIO GENERALE
CONSOB*

ROMA, 25 MAGGIO 2021

1. La vicenda GameStop

- 1.1. La presenza di significative posizioni corte sul titolo GameStop
- 1.2 Il ruolo delle cd “piattaforme di trading”
- 1.3 Lo scambio di informazioni sui “social”

2. L’esperienza italiana

- 2.1. Il contesto italiano e l’operatività delle cd. “piattaforme di trading”
- 2.2. Il rischio di *short squeeze* su titoli italiani
- 2.3. I presidi regolatori e gli strumenti di vigilanza
- 2.4. Il caso italiano: Tiscali

3. La trasparenza sulle vendite allo scoperto di azioni: confronto USA/UE

4. Iniziative istituzionali e conclusioni

- 4.1 *Statement* Esma - 17 febbraio 2021
- 4.2 Audizione Esma e Commissione Europea al Parlamento Ue - 23 febbraio 2021
- 4.3 *Statement* Consob - 13 aprile 2021
- 4.4 Audizione Presidente SEC al Congresso USA - 6 maggio 2021
- 4.5 Conclusioni: lavori in corso

1. LA VICENDA GAMESTOP

GameStop Corporation è una società quotata al *New York Stock Exchange* (NYSE), che gestisce la più grande catena al mondo di negozi di videogiochi. È presente con vari marchi in 17 Paesi (Italia inclusa) e ha vissuto recentemente significative difficoltà finanziarie. A causa di tali difficoltà, nel corso del tempo numerosi investitori hanno assunto posizioni ribassiste sul titolo tramite strategie di vendite allo scoperto.

Nel corso del mese di agosto 2020, l'investitore attivista statunitense Ryan Cohen ha acquisito una partecipazione rilevante nella società, dando avvio ad una campagna finalizzata a maggiori investimenti nell'*e-commerce* e ottenendo un posto nel consiglio di amministrazione. L'ingresso del nuovo azionista ha coinciso con una ripresa delle quotazioni del titolo. Dal 3 febbraio 2020 al 31 luglio 2020 il prezzo dell'azione era rimasto sostanzialmente stabile intorno al livello di 4 USD, mentre nel solo mese di agosto 2020 il prezzo ha subito un incremento pari al 67%, chiudendo la seduta del 31 agosto 2020 a 6,68 USD. Dal 1 settembre 2020 si è assistito ad un costante e graduale incremento del prezzo che è arrivato, il 12 gennaio 2021, a 19,95 USD (+199% sul prezzo di fine agosto e +399% sul prezzo di fine luglio).

A partire dal 13 gennaio 2021 l'incremento di prezzo si è fatto esorbitante e si è accompagnato ad un rilevante incremento dei volumi scambiati, registrando oscillazioni giornaliere e raggiungendo un massimo di 347,51 USD il 27 gennaio 2021. I vertiginosi incrementi di prezzo di GameStop nel mese di gennaio 2021 hanno portato la capitalizzazione di mercato della società a crescere più di 20 volte, raggiungendo importi di oltre 20 miliardi USD (poco meno della metà dell'attuale capitalizzazione di Intesa SanPaolo)¹.

Nelle sedute del 28 gennaio, 1 e 2 febbraio 2021 si è assistito alle prime forti correzioni del corso del titolo, rispettivamente -44%, -31% e -60%, dovute, almeno in parte, alle restrizioni agli acquisti imposte dalle principali piattaforme di negoziazione. Dal picco del 27 gennaio, il prezzo si è stabilizzato nel mese di febbraio entro la banda 40-50 USD, prima di mostrare nuovamente un andamento rialzista a partire dal 24 febbraio 2021, chiudendo la seduta del 1 marzo a oltre 120 USD. Le ragioni di questo secondo incremento non sono ancora chiare e potrebbero essere parzialmente riconducibili all'annuncio delle dimissioni del CFO. Da marzo 2021 il prezzo si è mosso nella fascia tra i 100 e i 260 USD con una variabilità più contenuta nell'ultimo periodo, durante il quale la società ha realizzato anche un'offerta pubblica di azioni per oltre 500 milioni di dollari ad un prezzo medio di mercato stimato in 150-160 dollari per azione.

Il forte interesse improvviso per GameStop nel mese di gennaio è stato ricondotto all'operatività di giovani investitori *retail*, spesso privi di cultura finanziaria, attivi sui mercati tramite piattaforme accessibili attraverso *app* gratuite e di facile utilizzo. La scelta di far convergere gli interessi di acquisto su GameStop è stata collegata alle esortazioni divulgate tramite canali *social*, primo su tutti il *forum* *r/WallStreetBets* di Reddit, piattaforma caratterizzata da pochi filtri alle esternazioni degli utenti e nota per consentire la diffusione di posizioni particolarmente controverse. Nei giorni successivi all'avvio del *trend* rialzista i canali *social* hanno infatti riportato messaggi che incitavano

¹ Le esorbitanti variazioni di prezzo registrate dall'azione hanno coinvolto, sia pure in misura minore, altri titoli dei listini statunitensi: nel mese di gennaio 2021 escursioni di prezzo dell'ordine di quelle registrate da GameStop sono state riscontrate per BlackBerry (+280%), AMC Entertainment (+840%) e strumenti finanziari collegati all'argento, *commodity* che ha raggiunto i massimi da otto anni a questa parte.

gli investitori a non liquidare le posizioni lunghe acquisite, così da non far perdere “momento” al *trend* avviato.

L'interesse per GameStop da parte della comunità *on-line* non è apparso motivato da valutazioni sui fondamentali della società o da argomentazioni di natura ‘tecnica’ e finanziaria. Gli investitori sembrano essere stati animati in larga parte dal desiderio di una risposta “dal basso” alla speculazione in danno di una piccola società, realizzata dai grandi fondi con posizioni ribassiste sul titolo. La vicenda è stata rappresentata sulla stampa come la vittoria di Davide su Golia o come la ‘riappropriazione’ di un'icona della generazione dei *millennials*.

La pressione rialzista sul prezzo determinata dagli acquisti di massa è stata anche amplificata da alcuni meccanismi di mercato. Gli investitori hanno infatti acquisito anche opzioni *call*, per le quali i *market maker* hanno dovuto effettuare le necessarie coperture acquistando le azioni sottostanti, con ulteriore pressione al rialzo del prezzo. Ulteriore impatto è derivato, infine, dalla possibilità degli investitori di operare a leva (in marginazione), ossia di investire un capitale superiore alle proprie disponibilità liquide.

1.1 LA PRESENZA DI SIGNIFICATIVE POSIZIONI CORTE SUL TITOLO GAMESTOP

La normativa statunitense prevede la pubblicazione, ogni due settimane, dell'ammontare complessivo delle vendite allo scoperto su ciascun titolo azionario (dato di stock, di seguito *Short Interest*, in merito v. par. 3). Sulla base di tale informazione, la Consob ha ricostruito l'andamento dello *Short Interest* sul titolo GameStop.

I dati esaminati evidenziano che lo *Short Interest* sul titolo GameStop aveva raggiunto valori estremamente elevati nel corso del 2020, vicini al capitale sociale, che rappresenta il totale delle azioni emesse, e intorno al 120%-140% del flottante, che rappresenta le azioni potenzialmente disponibili all'acquisto.

Si tratta di valori ben lontani dall'esperienza italiana e da ritenersi straordinari anche per il mercato statunitense; si pensi che, al 31/12/2020, il peso dello *Short Interest* rispetto al flottante per tutti i titoli azionari statunitensi era pari al 3,5%.

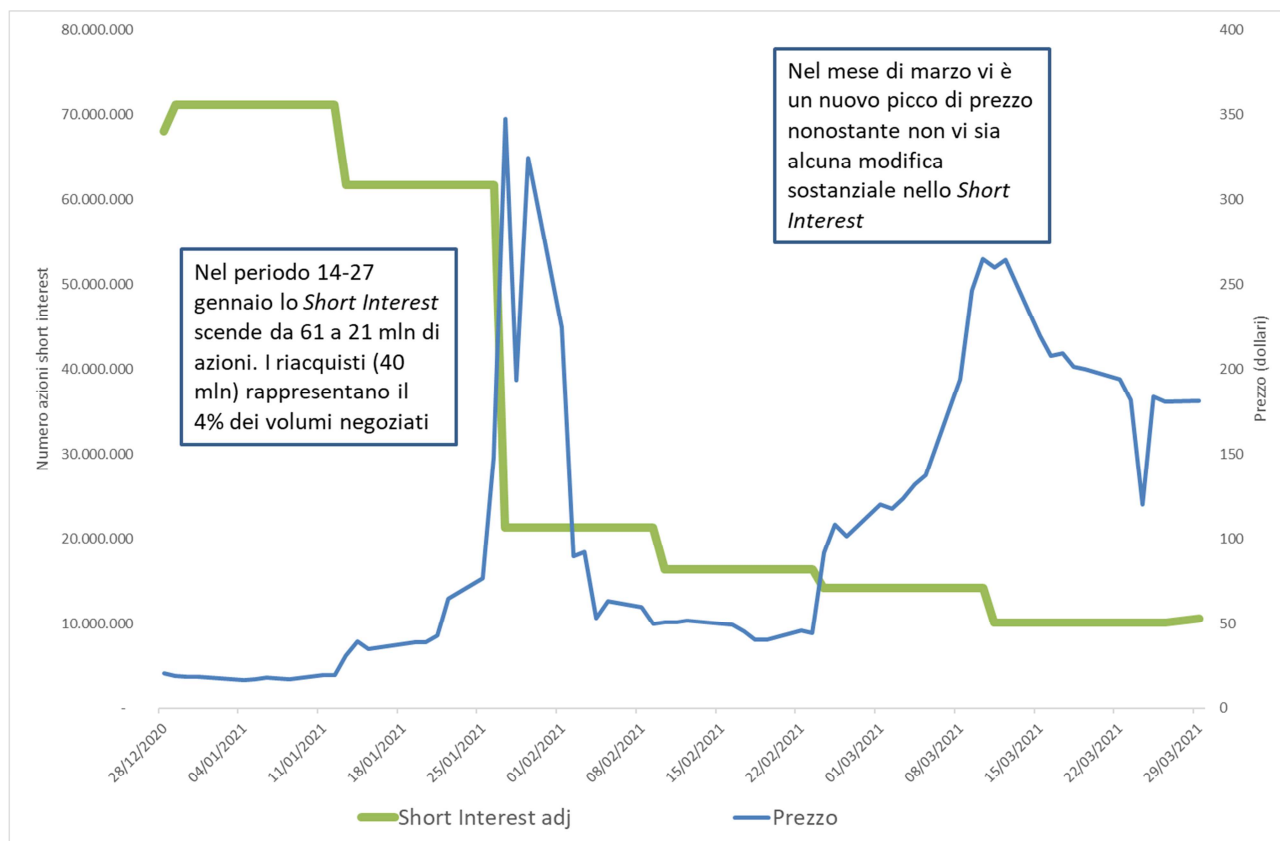
Con l'inizio, il 13 gennaio 2021, del forte *trend* rialzista di prezzo innescato dagli acquisti degli investitori *retail*, si è assistito ad una drastica riduzione dello *Short Interest*, in quanto, verosimilmente, il *trend* rialzista dei prezzi ha indotto gli investitori con posizioni ribassiste aperte ad acquistare i titoli per chiudere le proprie posizioni *short*, al fine di ridurre le perdite originate, a loro volta, dall'andamento rialzista dei corsi azionari.

In particolare, nel grafico sottostante è rappresentato l'andamento del prezzo (dato giornaliero) e dello *Short Interest* (dato bimensile) sul titolo GameStop dal 28 dicembre 2020 al 31 marzo 2021.

Si nota che nel periodo 14-27 gennaio 2021 lo *Short Interest* è passato da 61 mln di azioni GameStop (pari all'89% del capitale sociale e al 123% del flottante) a 21 mln (pari al 31% del capitale sociale e al 43% del flottante), con una riduzione di circa 40 mln di azioni.

Questi 40 mln circa di azioni GameStop costituiscono gli acquisti a chiusura delle posizioni corte e hanno rappresentato il 4% circa dei volumi scambiati sul titolo nel periodo 14-27 gennaio 2021, generando presumibilmente un impatto moderato sulle dinamiche dei prezzi.

Grafico – Andamento di *Short Interest* e prezzo delle azioni GameStop



Nel corso dei mesi successivi lo *Short Interest* ha continuato a ridursi, anche se in maniera più graduale.

Dal 24 febbraio al 10 marzo 2021 vi è stato un secondo *trend rialzista* di prezzo. Come rappresentato nel grafico, durante il secondo *trend rialzista* la riduzione dello *Short Interest* è stata poco significativa, da circa 14 a 10 mln di azioni GameStop; gli acquisti a copertura delle posizioni corte, pari a circa 4 mln di azioni, hanno rappresentato lo 0,6% circa dei volumi scambiati nel periodo, con un impatto verosimilmente marginale sulle dinamiche del prezzo.

1.2 IL RUOLO DELLE CD “PIATTAFORME DI TRADING”

Un ruolo determinante nella vicenda è stato svolto dalla piattaforma fornita da *RobinHood Markets, Inc*, un *broker-dealer* non quotato fondato nel 2013, regolato dalla FINRA (agenzia di autoregolamentazione degli intermediari finanziari) e registrato presso la SEC. Si stima che i clienti di Robinhood, soprattutto giovani, siano passati da 500 mila nel 2014 a 13 milioni nel 2020.

La forte crescita dell’utilizzo delle cd “piattaforme di *trading*” accessibili tramite semplici *app* appare legata sia ai mesi di confinamento sanitario sia all’offerta di commissioni di negoziazione

molto basse (spesso nulle). Il termine “piattaforma di *trading*” non va comunque riferito alla nozione di sede di negoziazione (non si tratta di MTF o di OTF né tantomeno di mercati regolamentati), ma alle applicazioni utilizzate nell’interazione con la clientela da *broker/dealer* autorizzati.

La *app* offerta da RobinHood è dotata di una interfaccia molto intuitiva e non addebita alcuna commissione ai clienti. Le principali fonti di ricavo derivano dal margine di interesse sui depositi dei clienti, dalle commissioni sull’attività di marginazione (effetto leva) e dalle somme ricevute dagli operatori di mercato verso i quali viene indirizzato per la negoziazione il flusso degli ordini ricevuti dalla clientela (331 milioni di dollari nel primo trimestre 2021²). Gli ordini vengono infatti trasmessi, tramite *order routing*³, ad operatori ad alta frequenza (HFT) che riconoscono al broker somme variabili in funzione della dimensione del flusso di ordini⁴. In sostanza RobinHood “vende” gli ordini raccolti attraverso la piattaforma a operatori HFT che operano (in proprio o sul mercato) con differenziali minimi in termini di prezzo⁵. Si tratta di una strategia di *trading* tipica degli operatori HFT che consente profitti rilevanti grazie all’ampiezza dei volumi gestiti (e al loro valore informativo) e alla velocità di esecuzione.

Dopo l’incremento giornaliero a tre cifre del prezzo delle azioni GameStop del 27 gennaio 2021, RobinHood ed altre piattaforme di negoziazione (come TD Ameritrade, E-Trade, Charles Schwab) hanno repentinamente imposto alcuni limiti alla possibilità per i propri clienti di operare in acquisto sulle azioni GameStop (e su altri titoli oggetto dell’ondata speculativa).

Tale scelta – che *de facto* ha impedito la partecipazione alle negoziazioni dei clienti *retail* e privato il titolo della pressione rialzista che ne stava sostenendo il prezzo - è stata fortemente criticata dagli utenti delle piattaforme e da molti esponenti politici: i primi sono andati incontro anche a rilevanti perdite (tra il 27 gennaio ed il 2 febbraio 2021 il prezzo di GameStop si è sostanzialmente dimezzato), i secondi hanno lamentato la presunta connivenza tra le piattaforme e gli investitori istituzionali ribassisti sul titolo (che avrebbero beneficiato delle limitazioni operative imposte alla clientela *retail*)⁶.

Le circostanze che hanno portato all’introduzione di limitazioni agli ordini in acquisto da parte di

² <https://www.congress.gov/117/meeting/house/112590/witnesses/HHRG-117-BA00-Wstate-GenslerG-20210506.pdf>

³ I sistemi di “*order routing*” o “*smart order routing*,” consentono ai *broker* di veicolare il flusso di ordini verso le sedi di negoziazione e/o le controparti, attraverso algoritmi che verificano le condizioni migliori per la successiva esecuzione. Tali sistemi, se limitati al solo re-indirizzamento del flusso di ordini senza alcun ulteriore intervento sulla definizione dei parametri dell’ordine, non è considerata attività di trading algoritmico dalla MiFID II e pertanto non rientra nell’ambito di applicazione dei presidi previsti dalla stessa normativa.

⁴ Secondo quanto risulta dal Report relativo all’attività di *order routing* pubblicato da RobinHood, ai sensi della normativa SEC in vigore negli stati Uniti, nel solo mese di dicembre 2020 RobinHood ha ricevuto circa USD 71 milioni dagli operatori ai quali ha indirizzato il flusso degli ordini ricevuti di propri clienti. I principali operatori/controparti del *broker* sono Citadel e Virtu, operatori globali che operano sui principali mercati internazionali con tecniche HFT. In sintesi, il modello di *business* adottato da RobinHood vede la numerosità e la dimensione degli ordini raccolti dalla clientela quale leva principale nel rapporto con gli HFT e con la sostenibilità economica delle strategie commerciali offerte.

⁵ La trasparenza sui pagamenti ricevuti per la vendita degli ordini e sulla best execution è stata oggetto di un’azione di vigilanza da parte della SEC che ha condotto ad una transazione con il pagamento, nel dicembre 2020, da parte di Robinhood di una penale di 65 milioni di dollari - <https://www.sec.gov/litigation/admin/2020/33-10906.pdf>

⁶ E’ stato anche osservato che i due operatori HFT che acquistavano i flussi di ordini da RobinHood sono gli stessi che hanno fornito ingenti risorse (2,75 miliardi di dollari) proprio ad uno dei fondi ribassisti (Melvin Capital Management); in altre parole, avrebbero avuto la forza e l’interesse per indirizzare RobinHood verso questa scelta.

RobinHood sono state chiarite il 18 febbraio, in occasione delle audizioni al Congresso USA.

Oltre ai servizi di brokeraggio, RobinHood fornisce anche servizi di *clearing* ai suoi clienti, attraverso la partecipazione, come *clearing member*, alla controparte centrale NSCC. RobinHood è quindi tenuta a versare margini a NSCC, a copertura delle esposizioni dei propri clienti.

A seguito dell'elevata volatilità registrata il 27 gennaio, le esposizioni derivanti dalle posizioni aperte su GameStop (e su altri titoli volatili) hanno causato un notevole incremento delle richieste di margini da parte di NSCC. In particolare, l'incremento dell'esposizione ha determinato per diversi *clearing member*, tra cui RobinHood, il superamento di una soglia *trigger*, facendo scattare l'applicazione di una componente addizionale (detta "*excess capital premium charge*"⁷) dei margini. Tale circostanza ha generato una richiesta complessiva di margini pari a circa 3 miliardi di dollari per RobinHood.

Al fine di contenere le esposizioni, prima dell'apertura della seduta del 28 gennaio, RobinHood ha informato NSCC della propria decisione di introdurre limiti in acquisto su GameStop e altre azioni volatili. NSCC ha valutato la situazione di mercato e ha deciso, come consentito del proprio regolamento, di ritirare la richiesta dell'"*excess capital premium charge*" per tutti i *clearing members*.

1.3 LO SCAMBIO DI INFORMAZIONI SUI "SOCIAL"

Un elemento importante nella vicenda GameStop è costituito anche dal ruolo dei cd. "*social*" che avrebbero spinto gli acquisti soprattutto sul *forum* "r/WallStreetBets" di Reddit che conta 10 milioni di membri.

La facilità delle comunicazioni digitali potrebbe essere in generale un vantaggio per gli investitori perché agevola e diffonde la conoscenza di informazioni sulla situazione di un emittente, sul suo andamento borsistico, su eventuali strategie di investimento, etc.

La vicenda specifica ha tuttavia evidenziato alcuni elementi di attenzione: quello dell'affidabilità delle fonti informative e quello della reale natura delle informazioni trasmesse tramite *social*, ovvero se possano o meno configurarsi come vere e proprie "raccomandazioni di investimento". Queste ultime nel contesto regolamentare UE (Regolamento sugli abusi di mercato - MAR⁸), sarebbero soggette a particolari tutele, quali una loro corretta presentazione con obbligo di indicare chiaramente la natura e l'affidabilità delle fonti e la *disclosure* di eventuali conflitti di interessi. A questo proposito va però riconosciuto che potrebbe essere davvero complesso distinguere e classificare il tipo di comunicazioni che si svolgono via *social*⁹.

⁷ Tale componente viene calcolata automaticamente dalla CCP al verificarsi di determinate condizioni. Il regolamento di NSCC consente alla CCP di ridurre o eliminare tale componente, se essa viene ritenuta non necessaria o non appropriata in specifiche situazioni.

⁸ Articolo 3(1) 35) del Regolamento (UE) N. 596/2014: "*raccomandazione in materia di investimenti*»: informazioni destinate ai canali di distribuzione o al pubblico, intese a raccomandare o a consigliare, in maniera esplicita o implicita, una strategia di investimento in merito a uno o a più strumenti finanziari o emittenti, ivi compresi pareri sul valore o sul prezzo presenti o futuri di tali strumenti."

⁹ Secondo quanto riportato dalla stampa, nella community "WallStreetBets" di Reddit, "il forum è pieno di indicazioni operative, messaggi volti a non abbandonare la crociata contro l'alta finanza: è una pioggia di "Hold" (tenete la posizione), "Don't sell" (non vendete) e "Buy on dip" (comprate sui ribassi)." Articolo del Sole 24 Ore del 3.02.21, dal titolo "Il martedì nero dei mini-trader: Gamestop precipita del 60%".

2. L'ESPERIENZA ITALIANA

2.1. IL CONTESTO ITALIANO E L'OPERATIVITÀ DELLE CD. "PIATTAFORME DI TRADING"

Anche nel panorama italiano si è registrato un progressivo aumento dell'utilizzo di servizi a distanza o *web-based* per gli investimenti, specialmente piattaforme di negoziazione (cd. *trading on-line*) caratterizzate dall'intermediazione degli ordini ricevuti dai clienti attraverso mezzi elettronici. Tale fenomeno risulta accentuato dalla crisi innescata dalla pandemia e da strategie di *marketing* sempre più aggressive.

Sul mercato nazionale, gli operatori che offrono servizi di *trading on-line* indirizzati alla clientela *retail* sono essenzialmente riconducibili a due macro categorie:

A] *Piattaforme "innovative"*, realizzate da imprese di investimento autorizzate in altri paesi dell'UE che offrono servizi di investimento senza succursale e che - in modo non dissimile da RobinHood – offrono la possibilità di avviare velocemente le negoziazioni con somme minime e con commissioni ridotte e/o nulle, rivolgendosi prevalentemente ad un *target* di clientela caratterizzato da ridotta esperienza in materia di investimenti finanziari¹⁰. Tali operatori danno anche la possibilità di negoziare a leva, ovvero di impiegare solo una parte delle disponibilità liquide. Il livello delle *fee* è molto basso e in alcuni casi (asseritamente) nullo, con alcune differenze in termini di strategia commerciale¹¹. Dal punto di vista del modello di *business*, tali operatori, in modo simile a RobinHood, puntano sull'ampiezza dei volumi aggregati che consentono profitti grazie all'applicazione di differenziali di prezzo leggermente peggiorativi rispetto ai mercati.

B] *Piattaforme "tradizionali"* rese disponibili da intermediari (banche o imprese di investimento italiane e europee) che offrono la possibilità di investire su un'ampia gamma di strumenti finanziari. Le piattaforme sono collegate anche a strumenti di analisi ed informativi avanzati e sono utilizzate prevalentemente da clienti *retail* più evoluti. Questi operatori adottano modelli di *business* differenti rispetto alla precedente categoria. Un importante elemento di differenziazione è rappresentato dal sistema di commissioni che, pur essendo in generale commisurato alla frequenza del *trading*, prevede in ogni caso dei costi (variabili ed in alcuni casi fissi) a carico del cliente. Inoltre, l'offerta comprende piattaforme con funzionalità più avanzate da punto di vista delle analisi e delle funzioni, quindi più complete, anche se meno "semplici", e di conseguenza rivolte a clientela più esperta.

Un aspetto che, invece, accomuna le piattaforme tradizionali a quelle innovative è la possibilità di operare a leva; in tal caso l'intermediario stabilisce un sistema di *stop-loss* automatico: per ogni titolo viene fissato un prezzo di ricopertura che chiude automaticamente l'operazione inviando un ordine "a mercato". I sistemi di *stop-loss*, soprattutto in condizioni di mercato volatili, possono anche generare un'accelerazione dei *trend* ribassisti. Ciò avviene quando la presenza di un volume rilevante di operazioni di acquisto a leva su un determinato titolo si confronta con un andamento del

¹⁰ A tale categoria è possibile ricondurre tra i principali operatori i seguenti intermediari che operano in Italia in libera prestazione di servizi:

- eToro (Europe) Ltd., impresa di investimenti autorizzata e regolata dalla Cyprus Securities Exchange Commission (CySEC);
- Plus500 Ltd, impresa di investimenti anch'essa autorizzata e regolata dalla CySEC;
- Libertex, piattaforma che fa riferimento a Indication Investments Ltd, impresa di investimenti autorizzata e regolata dalla CySEC;
- Capital Com Sv Investments Ltd, impresa di investimenti autorizzata e regolata dalla CySEC.

¹¹ Ad esempio, in alcuni casi le commissioni vengono azzerate a fronte di un livello di operatività più elevata ovvero sono previste commissioni fisse in caso di reiterata inoperatività da parte del cliente.

prezzo discendente e quindi sfavorevole. In questi casi si determina l'immissione contemporanea di un grande volume di ordini di vendita - dovuto all'attivazione degli *stop-loss* - che accelera il trend ribassista. Si può così innescare un effetto a catena dovuto all'attivazione di ulteriori *stop-loss* ai livelli di prezzo inferiori, con un impatto rilevante sulla volatilità e sulla necessità di sospensioni automatiche da parte del mercato.

2.2. IL RISCHIO DI *SHORT SQUEEZE* SU TITOLI ITALIANI

La Consob monitora costantemente il livello di vendite allo scoperto e altre operazioni ribassiste su titoli azionari italiani (nel complesso, posizioni nette corte o PNC).

Dalle analisi condotte dalla Consob sui dati delle PNC comunicate ai sensi della normativa europea è emerso che le tre società italiane maggiormente "*shortate*" presentano rapporti fra PNC e capitale sociale e PNC e flottante molto distanti da quelli rilevati per GameStop, inferiori anche di oltre 10 volte¹².

Più in generale, al 31 dicembre 2020 le PNC su azioni italiane rappresentavano lo 0,8% della capitalizzazione del mercato italiano e l'1,25% del flottante (contro il 3,5% dello *Short Interest* sul flottante per le azioni statunitensi¹³).

Si può quindi considerare che sul mercato italiano il peso delle vendite allo scoperto e altre operazioni ribassiste sia meno rilevante rispetto all'esperienza statunitense, sia in termini complessivi, sia considerando le singole società con le maggiori posizioni ribassiste aperte.

2.3. I PRESIDI REGOLATORI E GLI STRUMENTI DI VIGILANZA

Il quadro normativo MiFID II/MiFIR prevede obblighi specifici sia per gli operatori sia per le sedi di negoziazione relativamente all'istituzione di sistemi e controlli volti a garantire una negoziazione corretta e ordinata e a consentire l'esecuzione efficiente degli ordini.

In particolare, gli operatori sono tenuti a dotarsi di controlli (tra i quali i filtri sui prezzi, sulla quantità, sul controvalore e sul numero di ordini immessi) e sistemi automatici di allarme che, tenuto conto della tipologia di attività dell'operatore, prevenivano l'immissione di proposte anomale che per prezzo, quantità, controvalore e numero, potrebbero avere effetti sull'ordinato funzionamento del mercato. Gli operatori devono poi assicurare di essere in grado di cancellare le proposte immesse o, se necessario, di limitare la possibilità di immettere proposte per il tramite delle interconnessioni.

I mercati di Borsa Italiana prevedono anche per tutte le *trading venues* gestite:

- ✓ parametri di variazione massima in termini di quantità, di controvalore e di prezzo delle proposte di negoziazione immesse;
- ✓ sistemi di *circuit breaker* per la gestione della volatilità dei prezzi;
- ✓ dispositivi di monitoraggio delle negoziazioni in tempo reale e in differita.

¹² Per GameStop si registra *Short Interest*/Capitale Sociale intorno al 100% e *Short Interest*/Flottante intorno al 144%; per le tre società italiane un valore di PNC/Capitale Sociale tra il 6 e il 7% e di PNC/Flottante tra l'8 ed il 15% .

¹³ Non è stato possibile rinvenire il dato sul peso dello *short interest* rispetto alla capitalizzazione del mercato statunitense.

Specifici presidi e meccanismi devono inoltre essere implementati dai gestori delle sedi di negoziazione in termini di controlli pre-negoziazione¹⁴.

Con riferimento ai *circuit breaker*, il sistema adottato per i mercati gestiti da Borsa Italiana si basa su un monitoraggio automatico dei *book* di negoziazione teso a prevenire e a controllare la volatilità dei prezzi. Il sistema, con i necessari adattamenti per i singoli mercati, si basa sul controllo degli ordini e dei contratti che sono confrontati tempo per tempo con due differenti parametri: il prezzo statico¹⁵ e il prezzo dinamico¹⁶. Sulla base di tale modello, tutti i mercati sono sottoposti ad un meccanismo automatico di *trading halt* che al raggiungimento delle soglie di variazione rispetto ad uno dei parametri, sospende le negoziazioni ed avvia una fase di asta di volatilità.

La misura delle variazioni massime dei parametri, nonché la durata delle aste di volatilità, dipendono dal mercato e/o dalla tipologia di strumento finanziario e tali valori sono calibrati rispetto alla liquidità, alla volatilità storica ed alla microstruttura di riferimento¹⁷. Per le azioni, l'attivazione di un *trading halt* avvia una fase di asta di volatilità della durata di 5 minuti - più un periodo *random* - al cui termine le negoziazioni possono ritornare in fase continua solo se il prezzo teorico rientra nei parametri di variazione massima (o se un intervento sui parametri consente la "validazione" di un nuovo prezzo di riferimento). In caso contrario, il processo viene reiterato, con l'avvio consecutivo di ulteriori fasi di asta di volatilità.

Il sistema, oltre a limitare gli impatti di un'eccessiva volatilità, è anche un argine alla possibilità che i trend di prezzo siano eccessivi e non motivati dal contesto informativo disponibile sull'emittente. In altri termini, la reiterazione delle aste di volatilità anche per un'intera seduta di negoziazione limita i fenomeni più macroscopici di disallineamento con i valori fondamentali della società.

Ai sistemi di monitoraggio in tempo reale delle negoziazioni si aggiungono poi i controlli effettuati in differita che valutano eventuali elementi di anomalia o possibili segnali di abusi di mercato da segnalare alla Consob.

A ciò si aggiunge infine l'attività di vigilanza della Consob attraverso il monitoraggio su base giornaliera dell'andamento delle negoziazioni. La Consob può adottare interventi di divieto di assunzione di posizioni nette corte o esercitare i poteri di sospensione ed esclusione diretta degli strumenti finanziari dalle negoziazioni, o ancora, nei casi di "*necessità e urgenza*", adottare

¹⁴ Si fa in particolare riferimento alle disposizioni che richiedono che:

- a) i soggetti ammessi alle piattaforme di negoziazione siano dotati in via continuativa di adeguati sistemi, procedure e controlli dell'attività di negoziazione per prevenire l'immissione di proposte anomale e che - al fine di assicurare l'adeguatezza dei propri sistemi di trasmissione degli ordini al mercato - i sistemi di collegamento dell'operatore all'infrastruttura del mercato abbiano superato appositi *conformance test* e specifici *test* funzionali;
- b) gli operatori si dotino di controlli (tra i quali i filtri sui prezzi, sulla quantità, sul controvalore e sul numero di ordini immessi) e sistemi automatici di allarme che, tenuto conto della tipologia di attività dell'operatore, prevengano l'immissione di proposte anomale che per prezzo, quantità, controvalore e numero, potrebbero avere effetti sull'ordinato funzionamento del mercato.
- c) Le sedi di negoziazione si dotino di sistemi di monitoraggio in tempo reale delle negoziazioni, cui si aggiungono i controlli effettuati in differita al fine di valutare eventuali elementi di anomalia ovvero possibili segnali di abusi di mercato che possono portare ad una segnalazione alla Consob.

¹⁵ Pari, tempo per tempo, al prezzo dell'ultima asta del titolo ovvero, per i prezzi che negoziano solo in fase continua, al prezzo di chiusura della seduta precedente.

¹⁶ Pari al prezzo del contratto precedente.

¹⁷ In particolare, per ciò che concerne le azioni negoziate sull'MTA che fanno parte del FTSEMIB, il limite massimo di variazione consentito è pari al 5% rispetto al prezzo statico ed al 3,5% rispetto al prezzo dinamico. Per le altre azioni i limiti sono pari, rispettivamente, al 10% ed al 5%.

“*provvedimenti necessari*” e “*ogni misura idonea*” per garantire la trasparenza, l’ordinato svolgimento delle negoziazioni e la tutela degli investitori. A tali strumenti sono poi affiancati contatti con gli stessi operatori volti a richiamarne l’attenzione sulla necessità di monitorare e contenere la leva dell’operatività.

2.4. IL CASO ITALIANO: TISCALI

Il clamore mediatico determinato dalla vicenda GameStop ha avuto alcuni effetti anche sul mercato italiano. Il 28 gennaio 2021 i partecipanti ad un *forum* dedicato alle azioni TISCALI presente sul sito *investing.com* hanno lanciato l’idea di implementare una strategia di *short squeeze* sulle azioni TISCALI per la seduta di lunedì 1° febbraio 2021, ispirandosi alla vicenda statunitense.

Nella seduta del 28 gennaio 2021:

- sono stati rilevati diversi messaggi *social* che incitavano gli investitori ad inserire ordini di acquisto in massa¹⁸;
- l’ingente afflusso di ordini di acquisto ha fatto attivare sin dalla preapertura continue sospensioni delle negoziazioni; negoziazioni che di fatto sono durate poche secondi nell’arco dell’intera seduta;
- complessivamente è stato negoziato il 3,14% del capitale sociale dell’emittente;
- hanno operato 815 intermediari/committenti finali, di cui 723 (89%) persone fisiche clienti dei principali intermediari italiani.

Al 29 gennaio 2021 le posizioni nette corte sul titolo sono risultate di ammontare contenuto, con una sola PNC, pari allo 0,59% del capitale sociale, oggetto di comunicazione pubblica. Nel corso delle sedute successive del 2 e 3 febbraio 2021, il prezzo dell’azione TISCALI ha fatto poi registrare un andamento negativo, attestandosi su valori di poco superiori a quelli precedenti gli acquisti “di massa”.

In sintesi, nonostante l’appello lanciato sul *forum* abbia determinato un incremento nell’interesse da parte di una vasta platea di investitori *retail*, l’adesione all’operazione è rimasta contenuta e i meccanismi di sospensione dalle negoziazioni implementati da Borsa Italiana hanno evitato spirali rialziste simili a quelle osservate sul titolo GameStop.

Il rialzo del prezzo registrato dalle azioni TISCALI non è stato un caso isolato: al termine della seduta del 1° febbraio 2021 anche altri titoli hanno registrato significative variazioni al rialzo. È il caso delle azioni E-PRICE ed EXPERT SYSTEM con *performance* positive rispettivamente del 15,87% e del 23,97%.

3. LA TRASPARENZA SULLE VENDITE ALLO SCOPERTO DI AZIONI: CONFRONTO USA/UE

Come anticipato, la normativa statunitense sulla trasparenza delle vendite allo scoperto prevede la pubblicazione dell’ammontare delle vendite allo scoperto, al netto di eventuali riacquisti, una volta ogni due settimane.

La normativa europea (Regolamento UE n. 236/2012 e relative misure attuative) prevede invece che l'investitore finale debba comunicare all'autorità di vigilanza competente per il titolo la propria posizione netta corta (PNC) su ogni azione quando essa raggiunge una soglia rilevante.

La PNC è composta dalle vendite allo scoperto sulle azioni e dalle altre operazioni ribassiste effettuate attraverso strumenti finanziari diversi dalle azioni, quali ad es. contratti derivati ed ETF, anche su indici, al netto delle relative posizioni lunghe.

Il regolamento prevede, quali soglie rilevanti di comunicazione, lo 0,2% del capitale sociale dell'emittente e ogni successivo 0,1% (es. 0,3%, 0,4%). La soglia iniziale è stata temporaneamente ridotta allo 0,1% dall'ESMA dal 16 marzo 2020 al 19 marzo 2021 a causa della crisi innescata dalla pandemia. Le PNC assunte nell'ambito dell'attività di *market making* sono esentate dall'obbligo di comunicazione. La comunicazione va effettuata entro le ore 15.30 del giorno successivo al raggiungimento di una soglia. Le PNC pari o superiori allo 0,5% devono essere rese pubbliche. Nel corso del 2020 le PNC sopra soglia oggetto di pubblicazione sono state il 30% del controvalore di tutte le PNC ricevute dalla Consob.

In conclusione:

- negli Stati Uniti è pubblicato ogni due settimane lo *short interest* ovvero un dato di “posizione netta corta”, simile a quello della normativa europea, ma con la fondamentale differenza che non sono incluse le operazioni ribassiste o rialziste effettuate attraverso strumenti finanziari diversi dalle azioni, quali ad es. contratti derivati ed ETF;
- in Europa sono comunicate ogni giorno tutte le PNC che superano le soglie previste, che includono le posizioni in contratti derivati e altri strumenti finanziari; il dato pubblico include però solo le PNC di entità pari o superiore allo 0,5% del capitale sociale;
- le informazioni disponibili alle autorità competenti europee rendono possibile la conoscenza con frequenza giornaliera dell'identità dell'investitore finale e della sua posizione netta complessiva, fermo restando la soglia iniziale dello 0,2% del capitale sociale. Il 20 maggio 2021 l'ESMA ha peraltro comunicato di aver proposto alla Commissione Europea una modifica del Regolamento Short Selling per introdurre una riduzione permanente della soglia iniziale di comunicazione allo 0,1% del capitale sociale.

Per completezza, è opportuno accennare che, in base sia alla normativa statunitense che a quella europea, le vendite allo scoperto devono essere supportate dal prestito titoli o da forme analoghe di disponibilità dei titoli (ovvero non possono essere “nude”).

4. INIZIATIVE ISTITUZIONALI E CONSIDERAZIONI

La vicenda GameStop ha evidenziato in modo emblematico alcuni elementi di attenzione:

- ✓ la elevata volatilità e il trend rialzista delle quotazioni non sono risultati correlati ai fondamentali dell'azienda, ma a comportamenti convergenti di un grande numero di investitori *retail* innescati e poi spinti dai *social*;
- ✓ per gli investitori *retail* è stato fondamentale l'utilizzo di piattaforme di *trading* innovative caratterizzate da grande immediatezza e da assenza di commissioni;

- ✓ le azioni-bersaglio erano oggetto di vendite allo scoperto per volumi estremamente rilevanti;
- ✓ la pressione in acquisto, accentuata dall'utilizzo di strumenti a leva da parte degli investitori, avrebbe avuto come obiettivo quello di obbligare i grandi speculatori al ribasso a coprire le proprie posizioni per limitare le perdite (*short squeeze*);
- ✓ la gratuità delle cd “piattaforme” di trading, come RobinHood, è strettamente legata a un modello di business centrato sulla “vendita” degli ordini a grandi operatori HFT;
- ✓ attualmente in Italia le cd “piattaforme” di trading di azioni, sebbene l'operatività di clienti *retail* non sia marginale, hanno caratteristiche molto diverse da quanto osservato negli Stati Uniti, perché risultano gestite da banche e imprese di investimento italiane o comunitarie che operano generalmente come aderenti diretti al mercato e sono sottoposte ad una serie di presidi e obblighi grazie alla regolamentazione UE;
- ✓ le regole di funzionamento dei mercati italiani prevedono specifici presidi, in termini di controlli pre e post negoziazione, idonei a limitare l'impatto di fenomeni anomali come quelli emersi nella vicenda Gamestop;
- ✓ i piccoli investitori, nonostante le battaglierie dichiarazioni di intenti, possono anch'essi subire ingenti perdite; nel caso Gamestop, dopo la sospensione delle negoziazioni, molti investitori *retail* hanno visto variare negativamente il valore dei propri investimenti, in alcuni casi finanziati a leva;
- ✓ gli sviluppi tecnologici potrebbero consentire in futuro di ridurre i tempi di *settlement* delle transazioni (oggi T + 2), con un contenimento dei rischi di liquidità derivanti, in situazioni di elevata volatilità, dalla richiesta di integrazione dei margini di garanzia da parte delle controparti centrali (circostanza invocata dalle piattaforme USA per giustificare la scelta di bloccare le negoziazioni in acquisto);
- ✓ il mercato dei servizi finanziari sta subendo un'evoluzione, seppure ancora poco visibile in Italia, caratterizzata da nuovi modelli di business studiati per nuove tipologie di investitori dai comportamenti *social* e sensibili a nuove forme operative e di marketing, come i *millennial*. Ciò sta determinando il fenomeno della *gamification* dell'investimento finanziario, (l'investimento assume la natura di un gioco), la potenziale rilevanza di un “effetto-gregge” dovuto alla comunicazione via social e la possibile emersione di figure di *influencer*, o peggio di manipolatori social, anche nel mondo della finanza.

Dal punto di vista delle autorità di mercato, è quindi necessario e urgente proseguire le valutazioni in corso su possibili nuove iniziative di vigilanza e regolamentazione a tutela degli investitori e dell'ordinato svolgimento del mercato. Le valutazioni dovranno anche includere l'eventuale riconducibilità di determinate condotte a fattispecie manipolative e l'efficacia delle attuali strategie di *detection* dei rischi per l'investitore.

Tali approfondimenti dovranno essere svolti in modo fortemente coordinato a livello europeo, perché le piattaforme digitali per loro natura coinvolgono soggetti attivi oltre i confini nazionali e perché l'operatività osservata nella vicenda Gamestop, qualora replicata, potrebbe coinvolgere in futuro anche strumenti finanziari quotati contemporaneamente su diversi mercati dell'Unione

Europea¹⁹.

4.1 STATEMENT ESMA DEL 17 FEBBRAIO 2021

Il 17 febbraio 2021 l'ESMA ha pubblicato uno *statement* legato alla vicenda Gamestop (*Episodes of very high volatility in trading of certain stocks*) articolato in tre parti.

Una prima parte introduttiva riguarda la possibilità che – nonostante le differenze fra i due sistemi – episodi di estrema volatilità del *trading* azionario possano verificarsi anche in Europa. Nel sottolineare che la partecipazione degli investitori *retail* al mercato azionario è positiva e auspicabile, l'ESMA sottolinea la necessità che gli investitori pongano attenzione solo ad informazioni provenienti da fonti attendibili, e che abbiano presente i propri obiettivi di investimento, i benefici della diversificazione e la capacità di sopportare perdite.

Una seconda parte dello *statement* è dedicata all'approfondimento delle ragioni che comportano, in presenza di elevata volatilità, il rischio di maggiori perdite per gli investitori, soprattutto qualora questi investano a leva (con risorse non proprie o attraverso contratti derivati).

La terza e ultima parte dello *statement* ricorda che attività di scambio informativo volte alla definizione di strategie comuni di investimento, così come la diffusione di informazioni false o fuorvianti su emittenti o titoli, possano integrare fattispecie di abuso di mercato. L'ESMA richiama inoltre l'attenzione sul rispetto dei requisiti previsti per la diffusione di raccomandazioni di investimento.

In seguito all'emanazione dello *statement*, la Consob ha scritto all'ESMA per studiare insieme le iniziative da adottare, per il pieno e uniforme *enforcement* delle regole esistenti in tutti gli Stati membri e per l'eventuale elaborazione di nuovi indirizzi regolatori.

¹⁹ La stessa SEC nelle comunicazioni del 27 e 29 gennaio 2021 ha comunicato di essere in contatto con le altre autorità competenti per monitorare gli episodi di volatilità sui mercati e, nel riconoscere che l'estrema volatilità nel prezzo delle azioni può esporre gli investitori a perdite rilevanti con il rischio di minare la fiducia nel mercato, si è rivolta prevalentemente alle “*regulated entities*” invitandole a rispettare i propri obblighi di tutela degli investitori e identificare e perseguire eventuali condotte illecite. Al riguardo, ha anticipato altresì l'intenzione di verificare attentamente le azioni intraprese da tali soggetti nell'inibire la negoziazione ai propri clienti con riguardo a determinati titoli e di agire nel reprimere eventuali abusi di mercato che possano derivare dalla vicenda. In aggiunta a tali iniziative, l'autorità statunitense ha richiamato brevemente gli obblighi degli emittenti di assicurare conformità con la normativa federale nell'offerta degli strumenti e ha sollecitato l'invio di eventuali *complaint* o *tips* da parte del pubblico.

La UK FCA e l'AMF francese hanno richiamato l'attenzione degli investitori con riferimento a: gli alti rischi derivanti dalla negoziazione in azioni in presenza di elevata volatilità e dalle attività di speculazione sui mercati, in particolare laddove incoraggiate da determinati forum su Internet e *social media*; l'opportunità di valutare attentamente l'attendibilità delle informazioni sulle quali fondare le proprie decisioni di investimento; l'eventualità che le discussioni in materia di investimento che avvengono sui *social fora* possano integrare ipotesi di violazione della disciplina in materia di *securities*, con particolare riguardo alla fornitura di consulenza finanziaria o di raccomandazioni di investimento in forma abusiva, ovvero senza le richieste autorizzazioni; la necessità che gli intermediari valutino di poter interrompere la prestazione del servizio di *trading* ai propri clienti se ritengono, per esempio, che tale provvedimento sia necessario o prudente. Inoltre, le medesime Autorità hanno rappresentato che stanno svolgendo un attento monitoraggio sui mercati e nei confronti degli emittenti per garantire correttezza e ordinato funzionamento e al fine di identificare eventuali condotte abusive e illecite, anche in collaborazione con le altre autorità nazionali e internazionali.

4.2 AUDIZIONE ESMA E COMMISSIONE EUROPEA AL PARLAMENTO UE DEL 23 FEBBRAIO 2021

Pochi giorni dopo la pubblicazione dello *Statement*, il 23 febbraio, il Presidente dell'ESMA e il direttore della DG FISMA della Commissione Europea hanno svolto un'audizione presso il Comitato Affari economici e monetari del Parlamento UE, esprimendo posizioni importanti e convergenti.

Nell'occasione, il rappresentante della Commissione Europea ha ricordato che nel primo semestre 2022 verrà pubblicata una *Retail Investment Strategy* nel cui ambito si terrà conto degli elementi emersi nella vicenda Gamestop per la protezione degli investitori *retail*. La *roadmap* dell'iniziativa è stata pubblicata il 20 aprile 2021 e si stanno raccogliendo in questi giorni i commenti del mercato.

La Strategia mira ad affrontare in modo sistematico alcuni problemi del quadro regolamentare UE. Oggi, infatti, le regole a protezione degli investitori risultano frammentate in una serie di atti legislativi diversi, quali MiFID, PRIIPs, UCITS e IDD (*Insurance Distribution Directive*), con un approccio che varia dalla disciplina e da regole di trasparenza sull'attività (consulenza e gestione ad esempio) ad una disciplina dei prodotti (PRIIPs). Ciò può rendere più complesso per gli investitori assumere consapevolmente decisioni di investimento. A ciò si aggiunga, come dimostra il caso Gamestop, che le modalità di interazione innovativa tra intermediari e clienti, con l'uso di piattaforme digitali e di social media, richiede un ripensamento generale della tenuta delle regole esistenti rispetto ai bisogni informativi degli investitori. Vi è infine la necessità di individuare più puntualmente nuove e diverse categorie di investitori, caratterizzate da capacità e approcci differenziati. La Commissione Europea ha commissionato anche uno studio per approfondire questi aspetti che dovrebbe essere concluso nell'autunno 2021.

Le due istituzioni europee hanno poi annunciato approfondimenti sull'opportunità di valutare regole *ad hoc* per gli intermediari che fanno ricorso ai social media o per le chat on-line nonché regole sul conflitto di interessi dei broker che non fanno pagare commissioni grazie alla "vendita" degli ordini ricevuti. Il rappresentante della Commissione Europea ha anche riferito che, nell'attuale quadro Mifid, alcuni Stati membri, grazie alle regole su conflitti di interessi, *inducement* e *best execution*, considerano già vietata, in via interpretativa, la possibilità per gli intermediari di vendere il flusso degli ordini raccolti. La Commissione Europea ha intenzione di fare le necessarie valutazioni nell'ambito dell'annunciata Strategia.

Per quanto riguarda il tema della potenziale manipolazione del mercato, il Regolamento europeo MAR è stato considerato adeguato anche per affrontare casi di manipolazione coordinata, per i quali si potrebbero porre tuttavia problemi di efficacia delle indagini e questioni di privacy o di legittimità nell'acquisizione del traffico dati. Non sarebbe agevole, tra l'altro, dimostrare l'esistenza di un accordo tra centinaia o migliaia di investitori nel diffondere segnali informativi direzionali per trarre vantaggio dall'aumento del prezzo di titoli (titolo spesso particolarmente "reattivi" perché non liquidi e a bassa capitalizzazione).

In generale, è stato sottolineato che in UE, grazie ad un quadro di regole molto rigoroso e alla prevalenza sul mercato delle applicazioni digitali degli stessi intermediari tradizionali, è meno probabile oggi che avvenga quanto successo negli USA e che gli investitori UE sono tradizionalmente dotati di maggior cautela di quelli statunitensi, anche se la tendenza alla *gamification* può abbassarne l'attenzione e la consapevolezza.

4.3 STATEMENT CONSOB DEL 13 APRILE 2021

Il 13 aprile 2021 la Consob ha pubblicato un proprio *statement* collegato alla vicenda Gamestop²⁰.

Nel documento si afferma che le potenziali implicazioni transfrontaliere e gli specifici elementi di novità derivanti da episodi come la vicenda Gamestop necessitano di ulteriori analisi e approfondimenti e che non sono infondati i timori su una loro possibile ripetizione e diffusione sui mercati europei, seppur in presenza di una disciplina armonizzata delle PNC e di una microstruttura dei mercati secondari nei quali quasi sempre operano meccanismi di sospensione delle negoziazioni.

La Consob ha ricordato che il proliferare di piattaforme di trading operanti come sistemi di raccolta ordini - con importi minimi in ingresso molto limitati (a volte anche con la possibilità di investimenti a leva) e commissioni nulle o ridotte - comporta spesso la trasmissione ai clienti tramite e-mail, messaggi e social media, di "segnali di *trading*" generati da soggetti terzi che concedono l'accesso ai dati sulle proprie negoziazioni affinché siano copiate e replicate. Ciò comporta il rischio di integrare ed enfatizzare eventuali effetti distorsivi di potenziali manipolazioni del mercato.

Secondo le analisi preliminari della Consob, le principali imprese autorizzate operanti in Italia tramite piattaforme sul modello Robinhood sono dotate di passaporto Mifid perché abilitate in alcuni, pochi, Stati membri. È tuttavia in costante crescita il numero delle piattaforme di *trading online* non autorizzate. Nella maggior parte dei casi, questa prestazione abusiva di servizi di investimento è offerta attraverso piattaforme web, che consentono ai clienti di aprire facilmente un conto di *trading* e di immettere ordini di acquisto e di vendita relativi a strumenti finanziari (solitamente nella forma di CFD, i.c.d. "contratti per differenza", aventi come sottostanti valute, indici azionari, materie prime e, sempre più, criptovalute). Un'altra caratteristica tipica di queste attività illegali è quella di avvalersi di strumenti di marketing aggressivo come e-mail, chat, social network e sollecitazioni telefoniche (c.d. "*cold calling*").

La Consob, come detto, si è impegnata per promuovere il coordinamento e la convergenza della vigilanza in sede ESMA, ritenendo che la natura transfrontaliera dei casi recenti richieda una risposta concertata, anche in occasione della prossima revisione delle discipline MIFID/MIFIR e MAR. Sarà necessario ad esempio valutare la compatibilità tra la vendita del flusso di ordini di negoziazione e la disciplina relativa alla "*best execution*" e agli incentivi.

Non va infine trascurata l'importanza dei programmi di educazione finanziaria che rappresentano uno strumento fondamentale per diffondere maggiore consapevolezza, soprattutto nelle fasce d'età più giovani, dei rischi di decisioni basate su informazioni che circolano sul web e sui social media.

²⁰ Dichiarazione sui casi di anomala volatilità nella negoziazione di azioni e nell'utilizzo di social forum e piattaforme di *trading on-line*, disponibile all'indirizzo www.consob.it. Molte altre autorità di vigilanza UE hanno pubblicato statement sulla vicenda per richiamare l'attenzione degli investitori *retail*.

4.4 AUDIZIONE DEL PRESIDENTE SEC AL CONGRESSO USA DEL 6 MAGGIO 2021

Il 6 maggio 2021, il Senato USA ha audito il neo-nominato presidente delle SEC sulla vicenda Gamestop nell'ambito di un'indagine dal titolo emblematico ("*Game Stopped? Chi vince e chi perde quando short seller, social media e piccoli investitori entrano in collisione*")²¹.

Il Presidente della SEC ha affermato che l'erompere della tecnologia impone una rivalutazione del quadro delle regole del mercato, annunciando di avere in corso le attività necessarie per considerare nuove norme e che un primo documento dell'autorità potrebbe essere pubblicato in estate.

Le aree di approfondimento evocate durante l'audizione potrebbero riguardare tutti i temi emersi come problematici dalla vicenda Gamestop:

- ✓ la trasparenza delle policy delle piattaforme sulle sospensioni delle negoziazioni (*trading halt*);
- ✓ la trasparenza dei grandi broker-dealer nei confronti dei clienti (conflitto di interessi); secondo il presidente SEC il mercato del flusso di ordini è troppo concentrato negli USA su pochi grandi player (si pensi che nel mese di gennaio due soli operatori hanno eseguito negoziazioni per un volume superiore a quello del Nasdaq);
- ✓ la trasparenza delle commissioni;
- ✓ eventuali limiti alla vendita di flussi di ordini che possono essere ceduti più volte moltiplicando la filiera delle commissioni pagate e non facendo il miglior interesse dei clienti né assicurando la *best execution*; in tal modo il risparmio per i piccoli investitori sulle commissioni potrebbe essere più che annullato da prezzi di negoziazione meno vantaggiosi;
- ✓ la trasparenza in materia di *short selling* e prestito-titoli;
- ✓ una revisione del taglio minimo dei titoli a prevenzione di fenomeni manipolativi (Gamestop ad esempio prima del rialzo quotava sul NYSE 4 dollari, sotto il livello delle c.d. *penny stock*);
- ✓ la possibile riduzione dei tempi di *settlement* così da contenere i rischi di mancata copertura dei margini di garanzia dell'adempimento dei contratti;
- ✓ la gestione dei rischi della *gamification* che spinge solo ad investire di più (con bonus, punti da accumulare, competizioni) e non meglio, preservando tuttavia gli effetti positivi della velocità e facilità di esecuzione degli ordini;
- ✓ la possibilità che sui *social* intervengano anche operatori che, grazie ad algoritmi e strumenti di intelligenza artificiale (*machine learning, data analytics, natural language processing*) sono in grado di mandare segnali per creare un *sentiment* del mercato strumentale ad obiettivi di manipolazione.

²¹ Il testo dell'audizione è disponibile all'indirizzo

<https://www.congress.gov/117/meeting/house/112590/witnesses/HHRG-117-BA00-Wstate-GenslerG-20210506.pdf>

4.5 CONCLUSIONI: LAVORI IN CORSO

La Consob, come detto, il 13 aprile 2021 ha scritto al presidente *ad interim* dell'ESMA chiedendo di approfondire con attenzione i temi sollevati dalla vicenda Gamestop per la tutela degli investitori europei, soprattutto di fronte alla crescente attività *cross-border*, e suggerendo di compiere uno sforzo per valutare il rispetto delle regole esistenti da parte dei soggetti che si rivolgono ai risparmiatori UE.

L'ESMA si è mostrata concorde con le sollecitazioni della Consob.

I lavori avviati e attualmente in corso prevedono infatti specifiche ricognizioni nelle giurisdizioni europee e approfondimenti mirati sul tema dei conflitti di interessi impliciti nei pagamenti per i flussi di ordini e sulle *app* di negoziazione; *peer-review* sulle attività *cross-border* delle imprese di investimento e sulla cooperazione tra autorità; ancora maggiori sforzi coordinati con le altre autorità di vigilanza europee (EBA e EIOPA) per l'educazione finanziaria dei cittadini con attenzione particolare ai fenomeni indotti dalla digitalizzazione (che è uno dei pilastri della Capital Market Union); lo sviluppo di indicatori per la tempestiva identificazione del rischio per gli investitori al dettaglio; il ruolo dei social media e delle piattaforme non regolamentate nello scambio di opinioni sulle intenzioni di investimento.

La Consob è convinta che al momento l'UE, e l'Italia in particolare, dispongano di maggiori presidi a prevenzione di fenomeni come "Gamestop", ma che l'evoluzione tecnologica e sociale in corso non possa essere sottovalutata. La risposta, per la natura stessa trans-nazionale dell'attività di investimento tramite piattaforme e *app*, non potrà che essere europea.

Sul fronte del contrasto agli abusivismi, è importante ricordare che l'art. 32 del disegno di legge comunitaria all'esame del Senato, nel dare attuazione al regolamento UE in materia di tutela dei consumatori (2394 del 2017), introduce due elementi di novità, anche per gli ambiti di competenza della Consob: la possibilità di *mystery shopping*, per acquisire elementi probatori utili all'accertamento di violazioni e quella di accettare impegni dai soggetti interessati per rimediare alle infrazioni commesse.

La Consob ha anche avviato approfondimenti con l'obiettivo di individuare gli strumenti per anticipare la tutela del risparmiatore alla fase che si concretizza nello svolgimento delle campagne pubblicitarie on-line. Viviamo tutti in prima persona il sensibile incremento di *banner*, inserzioni e *pop-up* sulla maggior parte dei siti *internet* e dei *social network* con i quali si suggeriscono investimenti dagli straordinari rendimenti finanziari. La Consob vuole approfondire il fenomeno anche per elaborare un'eventuale proposta normativa e presentare specifiche istanze a livello UE; si tratterebbe di un'area di intervento dai confini molto estesi per il cui monitoraggio si potrà operare solo con un'adeguata dotazione di risorse tecnologiche e di competenze specializzate.