

Quaderni giuridici

La *gamification* degli investimenti finanziari

*C. Brescia Morra, D. Colonnello, M. Gargantini,
G. Sandrelli e G. Trovatore*

L'attività di ricerca e analisi della Consob intende promuovere la riflessione e stimolare il dibattito su temi relativi all'economia e alla regolamentazione del sistema finanziario.

I **Quaderni di finanza** accolgono lavori di ricerca volti a contribuire al dibattito accademico su questioni di economia e finanza. Le opinioni espresse nei lavori sono attribuibili esclusivamente agli autori e non rappresentano posizioni ufficiali della Consob, né impegnano in alcun modo la responsabilità dell'Istituto. Nel citare i lavori della collana, non è pertanto corretto attribuire le argomentazioni ivi espresse alla Consob o ai suoi Vertici.

I **Discussion papers** ospitano analisi di carattere generale sulle dinamiche del sistema finanziario rilevanti per l'attività istituzionale.

I **Quaderni giuridici** accolgono lavori di ricerca volti a contribuire al dibattito accademico su questioni di diritto. Le opinioni espresse nei lavori sono attribuibili esclusivamente agli autori e non rappresentano posizioni ufficiali della Consob, né impegnano in alcun modo la responsabilità dell'Istituto. Nel citare i lavori della collana, non è pertanto corretto attribuire le argomentazioni ivi espresse alla Consob o ai suoi Vertici.

I **Position papers**, curati dalla Consob anche in collaborazione con altre istituzioni, illustrano ipotesi di modifiche del quadro regolamentare o degli approcci di vigilanza e ricognizioni di aspetti applicativi della normativa vigente.

Comitato di Redazione

Concetta Brescia Morra, Paola Deriu, Rossella Locatelli, Caterina Lucarelli, Marco Maugeri, Francesco Nucci, Francesco Saita, Umberto Tombari, Marco Ventoruzzo

Segreteria di Redazione

Eugenia Della Libera

Progetto Grafico

Studio Ruggieri Poggi

Stampa e allestimento

Tiburtini Srl (Roma)

www.tiburtini.it

Consob

00198 Roma – Via G.B. Martini, 3

t 06.8477.1

f 06.8477612

e studi_analisi@consob.it

ISSN 2281-5236 (online)

ISSN 2281-5228 (stampa)

La *gamification* degli investimenti finanziari

C. Brescia Morra, D. Colonnello, M. Gargantini,
G. Sandrelli e G. Trovatore^(*)

Abstract

Il lavoro affronta il fenomeno della "gamification", intesa come il ricorso a tecniche tipiche del gioco in contesti non ludici. L'accesso diretto dei risparmiatori *retail* ai mercati finanziari tramite piattaforme digitali e la circolazione di informazioni sui *social media* stanno introducendo sempre nuove sfide tanto per la regolamentazione quanto per le autorità di vigilanza: la *gamification* sta difatti trasformando il comportamento degli investitori, in particolare *retail*, apportando rischi significativi legati alla volatilità e all'impulsività delle decisioni.

Al fine di comprendere a pieno le implicazioni della gamification degli investimenti finanziari, vengono quindi analizzati casi emblematici – come GameStop e Robinhood –, esplorando le implicazioni normative e le lacune regolatorie attuali. Sono peraltro affrontati temi di stretta attualità, quale il ruolo svolto dalle piattaforme digitali, dai *social media* e dai *fin-influencer* nelle scelte di investimento dei risparmiatori ed esaminati i profili patologici del c.d. *copy trading* e del PFOF.

L'incremento del prezzo del titolo GameStop registrato tra maggio e giugno 2024 sottolinea la persistenza di fenomeni legati a dinamiche *social* e invita a riflettere sull'importanza di garantire informazioni affidabili per il funzionamento dei mercati e la tutela dei risparmiatori.

Nell'ottica di innalzare i livelli di tutela offerti al risparmiatore *retail*, sono pertanto offerte alcune proposte volte ad aggiornare il quadro normativo di riferimento.

Keywords: *gamification*, *social media*, *fin-influencer*, *GameStop*, *copy trading*, *PFOF*.

(*) Concetta Brescia Morra – Università degli Studi Roma Tre
Dario Colonnello – CONSOB, Ufficio Studi
Matteo Gargantini – Università degli Studi di Genova
Giulio Sandrelli – Università degli Studi di Brescia
Gianfranco Trovatore – CONSOB, Divisione Studi e Regolamentazione

Indice

CAPITOLO PRIMO

Il fenomeno della <i>gamification</i> e le sue implicazioni nel settore finanziario	7
(D. Colonnello, M. Gargantini e G. Trovatore)	
1 Premessa	7
2 Forme di <i>gamification</i> degli investimenti finanziari	8
3 Vantaggi e rischi della <i>gamification</i> degli investimenti finanziari	12
4 Il caso GameStop	14
5 Robinhood e un corrispondente europeo: <i>Trade Republic AG</i>	18
5.1 Le forme di finanziamento dei <i>broker</i> a zero commissioni diverse dal PFOF	21
6 <i>Gamification</i> degli investimenti finanziari e metaverso	22
7 I rischi connessi all'attività dei cosiddetti " <i>fin-influencer</i> "	25

CAPITOLO SECONDO

L'era del <i>Game</i> e gli studi di finanza comportamentale	33
(C. Brescia Morra)	
1 Raccolta e circolazione delle informazioni al tempo delle app e dei <i>social forum</i>	33
2 Se i <i>social forum</i> sono utilizzati da un soggetto che ha potere di mercato	36
3 Cosa ci suggerisce l'economia comportamentale su come leggere questi fenomeni quando hanno a che fare con scelte di consumo e di investimento	37
3.1 Lotta di classe, intenti speculativi e azione collettiva	37
3.2 I bias cognitivi ai tempi dei <i>social</i>	38

CAPITOLO TERZO

<i>Gamification</i> e <i>trading</i> : profili di tutela dell'integrità del mercato e rimedi per gli investitori <i>retail</i> (G. Sandrelli)	41
1 <i>Gamification</i> e <i>trading</i> : ragioni di attenzione per la regolamentazione	41
2 Tendenze evolutive del <i>retail trading</i> e loro impatto sistemico	44
3 <i>Fin-influencer</i> e attività di trading. Stato dell'arte	47
3.1 Disciplina di fonte contrattuale	47
3.2 Disciplina di fonte legislativa	48
3.3 Possibili strategie di intervento	56
Inadeguatezza dell'assetto regolatorio attuale	56
Ipotesi di evoluzione della disciplina	57
4 <i>Copy trading</i> : il fenomeno	59
4.1 Stato dell'arte	61
4.2 Possibili strategie di intervento	64

CAPITOLO QUARTO

Il ruolo delle piattaforme digitali nella <i>gamification</i> dell'investimento finanziario: profili patologici nel rapporto con l'investitore <i>retail</i> (M. Gargantini)	67
1 «Se non lo paghi, il prodotto sei tu»: la <i>gamification</i> e i servizi di negoziazione a zero commissioni	68
1.1 Gli effetti del regime commissionale sulle decisioni di investimento	68
1.2 Economie di piattaforma e vendita degli ordini	70
2 L'impatto del PFOF sugli investitori: alcune evidenze empiriche	72

3	Piattaforme di trading e tutele dell'investitore: un sistema efficace?	76
3.1	Il regime di trasparenza dei costi	76
3.2	La trasparenza in materia di esecuzione degli ordini	78
3.3	Gli obblighi di verifica dell'appropriatezza dell'operazione	80
3.4	Il regime dei conflitti di interesse	83
3.5	Il regime degli incentivi	85
3.6	L'obbligo di esecuzione degli ordini alle migliori condizioni (<i>best execution</i>)	90
	CONCLUSIONI (Concetta Brescia Morra)	95
	Bibliografia	99

Il fenomeno della *gamification* e le sue implicazioni nel settore finanziario

(D. Colonnello, M. Gargantini e G. Trovatore)*

CAPITOLO PRIMO

1 Premessa

Il termine *gamification* indica «l'utilizzo di meccanismi tipici del gioco e, in particolare, del videogioco (punti, livelli, premi, beni virtuali, classifiche), per rendere gli utenti o i potenziali clienti partecipi delle attività di un sito e interessarli ai servizi offerti»¹. In dottrina si evidenzia che l'uso di elementi e tecniche di gioco in attività di per sé non ludiche è peraltro diretto a suscitare in chi le compie un coinvolgimento di carattere emotivo², suddividendosi gli elementi di gioco in estrinseci e intrinseci in base alla possibilità per l'utente di percepirla o meno in maniera chiara e oggettiva³.

La tendenza alla *gamification* è iniziata intorno al finire del secolo scorso, subendo un rilevante incremento a seguito della bolla *Internet*. Si è poi rapidamente diffusa dopo il 2020 in molteplici ambiti tradizionalmente lontani dal mondo dei giochi come l'educazione, l'addestramento lavorativo e la ricerca scientifica, oltre che in settori di natura prevalentemente economica quali il *web-engagement*, il *social-business* nonché il settore finanziario⁴.

La crescente influenza della *gamification* nel mercato finanziario e la spiccata propensione dei giovani verso investimenti particolarmente rischiosi quali le *cripto-asset* e verso la finanza decentralizzata sono state di recente sottolineate sia dalla

(*) Benché il lavoro sia frutto di riflessioni comuni, le sezioni da 1.1. a 1.4. nonché le sezioni 1.6 e 1.7 sono da attribuirsi a Dario Colonnello e Gianfranco Trovatore, mentre le sezioni 1.5 e 1.5.1 sono da attribuirsi a Matteo Gargantini.

1 Definizione del termine *gamification* riportato nell'enciclopedia Treccani, in https://www.treccani.it/vocabolario/gamification_%28Neologismi%29/.

2 A.KANKANHALLI, M. TAHER, H. CAVUSOGLU, Et S. H. KIM, *Gamification: A new paradigm for online user engagement*, Proceedings of the Thirty Third International Conference on Information Systems, 2012, p. 3573; J. H. BALSTERS e J. EVERSHED, *La gamification en sciences du comportement: une perspective fascinante pour la recherche en ligne*, in Guide de l'Économie Comportementale, Soyez Nudge, Labrador BVZ, 2021, p. 66; R. BIANCHETTI, *Il fenomeno del gioco d'azzardo in Italia: analisi criminologica e questioni di rilevanza penale*, Rivista Italiana di Medicina Legale (e del Diritto in campo sanitario), fasc.1, 2021, p. 113; C. FAILLA, *Gamification, dark patterns e cripto-attività. Prospettive di adattabilità della disciplina delle pratiche commerciali scorrette*, Osservatorio del diritto civile e commerciale (ISSN 2281-2628) Fascicolo 1, gennaio 2024, pp. 113 e ss..

3 A.M. TODA, A.C.T. KLOCK, W. OLIVEIRA et al., *Analysing gamification elements in educational environments using an existing Gamification taxonomy*, Smart Learn. Environ. 6, 16 (2019). <https://doi.org/10.1186/s40561-019-0106-1>, pp. 6 e ss. e J. H. BALSTERS e J. EVERSHED, *op. loc. cit.*

4 Negli anni più recenti, la crescente influenza del fenomeno della *gamification* è da ricondursi anche alle restrizioni conseguenti al periodo pandemico. In argomento, si veda MILOVIDOV, *Game Stops Not Yet: Investors' Behavior in the Post-Pandemic Times*, in SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3905795> o <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3905795>, 2021, pp. 13 e ss.

Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB)⁵ sia dall'European Securities and Markets Authority (ESMA)⁶, anche riprendendo le analisi precedentemente svolte da numerose altre autorità nazionali in ambito europeo⁷, là dove, peraltro, si mette in risalto che tra gli investitori *retail* maggiormente coinvolti nel fenomeno della *gamification* vi sono gli investitori di più giovane età⁸, i quali di per sé già hanno un'elevata propensione al rischio e all'utilizzo di *digital device*⁹.

2 Forme di *gamification* degli investimenti finanziari

Tra le forme di *gamification* più diffuse in ambito finanziario vi sono quelle finalizzate a incentivare la negoziazione, nel cui novero possono farsi rientrare anche

5 CONSOB, *Piano Strategico 2022-2024*, 2022, p. 1, in https://www.consob.it/documents/1912911/1949521/ps_2224.pdf/dcc07424-55f5-d283-8b0a-4d7c8e3e0507.

6 ESMA, 35-42-1227, *On the European Commission mandate on certain aspects relating to retail investor protection*, Final Report del 29 Aprile 2022, par. 134, 2022a, in https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-42-1227_final_report_on_technical_advice_on_ec_retail_investments_strategy.pdf.

7 AFM, *Steeds meer Nederlanders beleggen om vermogen op te bouwen*, 2021, in <https://www.afm.nl/nl-nieuws/2021/april/consumentenmonitor-beleggen-najaar-2020> ed AMF, *Les investisseurs particuliers et leur activité depuis la crise COVID : plus jeunes, plus nombreux et attirés par de nouveaux acteurs*, 2021, in <https://www.amf-france.org/fr/actualites-publications/publications/rapports-etudes-et-analyses/les-investisseurs-particuliers-et-leur-activite-depuis-la-crise-covid-plus-jeunes-plus-nombreux-et>. La tedesca BaFin, dal canto suo, si è concentrata specificamente sulle *app* di *trading* evidenziando che solo due imprese di investimento hanno utilizzato elementi di *gamification* di tipo sonoro. In proposito, è stato osservato dal regolatore tedesco che i modelli cromatici sono utilizzati più di frequente nelle schermate per gli ordini e sono volti ad incentivare o disincentivare determinate azioni: il pulsante per vendere o acquistare viene generalmente visualizzato con colori vivaci con lo scopo di invogliare a procedere all'operazione; il pulsante per annullare il processo d'ordine è invece solitamente grigio e, talvolta, quasi invisibile, con l'obiettivo di scoraggiare nel proseguire con l'azione. Ulteriore tecnica osservata dalla BaFin nelle *app* di *trading* prevede l'uso di grafici di prezzi azionari in calo che lampeggiano in rosso; ciò è funzionale ad attirare l'attenzione degli investitori per aumentare le probabilità di agire in base ai segnali rossi lampeggianti, anche quando ciò non sia nel loro interesse. Per approfondimenti sul punto si veda T. Klein, *Bits of advice: the true colours of dark patterns*, Oxera.com, in <https://www.oxera.com/insights/agenda/articles/bits-of-advice-the-true-colours-of-dark-patterns/>, 2021a.

8 Nel marzo 2021, la FCA britannica ha pubblicato un avvertimento sul fatto che i giovani investitori sono più propensi ad assumere notevoli rischi finanziari e che i più giovani utilizzatori delle *app* di investimento provengono da contesti socioeconomici meno privilegiati. FCA, *FCA warns that younger investors are taking on big financial risks all'indirizzo*, 2021a, in <https://www.fca.org.uk/news/press-releases/fca-warns-younger-investors-are-taking-big-financial-risks>.

In un ulteriore comunicato stampa del 20 ottobre 2021, la stessa FCA ha peraltro reso noto che circa tre quarti degli investitori più giovani e ad alta propensione al rischio che utilizza *app* di investimento con tecniche di *gamification*, afferma di sentirsi "*competitive*", ovvero all'interno di un gioco, quando effettua investimenti in prodotti ad alto rischio. FCA, *Young investors driven by competition and hype*, 2021b, in <https://www.fca.org.uk/news/press-releases/young-investors-driven-competition-hype>.

9 In proposito, si veda anche R. ORTMANN, M. PELSTER e S. T. WENGEREK, *COVID-19 and investor behaviour*, Finance research letters 37, 2020, p. 1., là dove si osserva che l'intensità media del *trading* settimanale è aumentata del 13,9% nel periodo pandemico.

Sul punto, uno studio dell'EUROFI FORUM ha rilevato che il numero di persone che operano sul BEL20, l'indice della borsa di Bruxelles, è quintuplicato rispetto al periodo pre-crisi, mentre il numero di investitori unici è raddoppiato. Gli investitori giovani risultano essere stati più attivi durante il periodo del *lockdown*. Anche il volume degli scambi sull'indice di borsa è aumentato nel corso della pandemia di COVID-19, con investimenti che si sono concentrati su aziende biotecnologiche, farmaceutiche ed immobiliari. EUROFI FORUM, *Retail Investment Strategy: key priorities*, settembre 2022, p. 105, in https://www.eurofi.net/wp-content/uploads/2022/12/the-eurofi-high-level-seminar_prague_retail-investment-strategy-key-priorities_summary_september-2022.pdf.

il *trading* che non prevede la corresponsione di commissioni¹⁰ e il *trading* di titoli frazionati¹¹. Sempre più diffuso è poi il ricorso ai *digital device* per l'attività di *trading*. In proposito, i grandi *broker online* hanno stimato che oltre il 20% delle transazioni degli investitori *retail* sono state seguite utilizzando dispositivi mobili e, per i prossimi anni, prevedono un tendenziale incremento¹².

Un'altra tecnica di *gamification* in grado di influenzare significativamente la condotta dell'investitore è il cosiddetto "*design*" e cioè un'architettura intuitiva e una presentazione visiva accattivante di *app* e interfacce di *trading online* (ad esempio, tavolozze di colori o coriandoli colorati che compaiono al verificarsi di determinati eventi) dirette a invogliare gli utenti a compiere specifiche azioni¹³.

Largamente in uso è la *gamification* consistente nel favorire uno stretto legame tra l'attività d'investimento finanziario e l'utilizzo dei *social media*. In tal senso, alcune *app* di *trading* consentono agli utenti di registrare attraverso *screenshot* la propria operatività (o financo le operazioni di *trading* altrui) e di pubblicarla sui *social*: si favorisce così la compilazione di classifiche tra *trader* e il cosiddetto "*copy trading*". Attraverso le classifiche si mettono in risalto i *trader* di maggior successo in termini di popolarità o di *performance* conseguite in un determinato lasso di tempo; col *copy trading* – di cui si discuterà diffusamente nel paragrafo 4 del capitolo 3 – si ha la

10 Il *trading* che non prevede la corresponsione di commissioni è ormai parte di una tendenza di lungo termine verso la riduzione dei costi di negoziazione nei principali mercati e rappresenta un vero e proprio cambiamento di paradigma dal punto di vista comportamentale, in quanto determina un significativo incremento dei volumi di *trading*. Sul punto, diversi studi evidenziano che l'eccessiva attività di *trading* dovuta all'azzeramento delle commissioni produce effetti dannosi sulla salute finanziaria degli investitori, in quanto, tale operatività, avviene generalmente a scapito della creazione di ricchezza con orizzonte temporale di lungo termine. Il tema del *trading* che non prevede la corresponsione di commissioni sarà affrontato in maggiore dettaglio nel cap. 4, in cui saranno discussi anche il tema del Payment For Order Flow (il cosiddetto PFOF) e le posizioni dell'ESMA in materia.

11 Le azioni frazionate sono un'ulteriore innovazione che ha l'obiettivo di favorire l'aumento dei volumi di scambio, poiché consente ai clienti di investire piccole somme in azioni dal prezzo elevato. L'offerta di azioni frazionate determina una serie di effetti indesiderati: in alcuni casi, le azioni frazionate hanno infatti determinato un'ampia divaricazione tra il numero di contratti e volumi effettivamente scambiati. Nel caso di azioni frazionate, i dividendi ed i diritti di voto sono ripartiti proporzionalmente tra tutti gli azionisti; tuttavia, in occasione di eventi societari (come i frazionamenti azionari), i clienti che possiedono azioni frazionate o intere sono trattati in modo sostanzialmente analogo. Al di fuori degli Stati Uniti e di altri pochi mercati, il *trading* frazionario non è la norma, a causa di problemi pratici legati alla disciplina di riferimento in tema di proprietà azionaria. In argomento, si veda CFA INSTITUTE, *Fun and games investment gamification and implications for capital markets*, 2022, p. 9, in <https://www.cfainstitute.org/-/media/documents/article/industry-research/investment-gamification-implications.pdf>.

12 In dottrina il fenomeno è stato esaminato utilizzando un set di dati proveniente da due grandi banche *retail* tedesche. Confrontando le operazioni effettuate dal medesimo investitore nell'arco di un mese su piattaforme diverse, è stato riscontrato che i *trader* che hanno operato mediante *smartphone* hanno mediamente acquistato prodotti più rischiosi e caratterizzati da elevata volatilità – tra cui i cc.dd. *lottery type assets* – e sono risultati più propensi ad acquistare titoli che avevano conseguito performance positive in periodi immediatamente antecedenti l'acquisto. Per comprendere più approfonditamente il meccanismo alla base di questi risultati, sono state poi condotte ulteriori analisi. Sebbene gli investitori non risulterebbero più propensi ad utilizzare questa nuova tecnologia in determinate fasce orarie, gli effetti degli *smartphone* risultano essere più marcati durante l'*after-hour*. A. KALDA, B. LOOS, A. PREVITERO e A. HACKETHAL, *Smart (phone) investing? A within investor-time analysis of new technologies and trading behavior*, SAFE Working Paper, No. 303, Leibniz Institute for Financial Research SAFE, Frankfurt a. M., 2021, pp. 27 e 28. Per i dati relativi alle Banche oggetto di analisi si vedano pp. 8 e ss. e le tabelle riportate alle pp. 54 e 55. Per un approfondimento sul tema si veda anche EUROFI FORUM, *op. cit.*, p. 106.

13 L'influenza degli elementi cromatici è tale che alcuni di questi sono stati perfezionati anche nel gioco d'azzardo, dove i *designer* lavorano con il colore, la luce, l'animazione, il suono e lo spazio per invogliare l'utente a realizzare specifiche azioni. La tematica sarà diffusamente trattata nel paragrafo 1 del capitolo 2. In argomento, si veda anche CFA INSTITUTE, *op. cit.*, p. 5.

possibilità di ricalcare l'operatività degli investitori di riferimento scelti frequentemente proprio in base alla loro classifica. Entrambi questi fenomeni fanno leva sullo spirito di emulazione dell'investitore *retail*, con elevati rischi associati a contesti di volatilità del mercato là dove è massimamente difficoltoso distinguere tra risultati conseguiti per l'abilità dell'investitore copiato rispetto a quelli conseguiti randomicamente, tanto più se l'operatività emulata si riferisce a un orizzonte temporale breve.

Una forma di *gamification* degli investimenti finanziari strettamente legata alle tecniche che incentivano a tal fine l'utilizzo di *digital device*, *app* di *trading* e *social network* consiste nei titoli *meme* e cioè negli strumenti e prodotti finanziari resi popolari attraverso il ricorso ai cosiddetti "*meme*", ovvero a immagini, frasi, video o foto declinate in maniera spiritosa che si diffondono in maniera virale e spontanea sul *web*¹⁴.

Il titolo *meme* può essere oggetto di attenzione (e di operatività) da parte sia degli investitori specializzati sia dei piccoli investitori incentivati a negoziarli dai *social network*, i quali, talvolta, fungono addirittura da dispositivi di sincronizzazione della loro attività di *trading*¹⁵. I meccanismi che consentono ai piccoli investitori di coordinarsi tra loro sono basati anche su *meme* circolanti sui *social media*; in questo modo i piccoli investitori si trovano ad agire come un unico grande *trader*, in grado di influenzare considerevolmente al rialzo i prezzi, ponendoli, talvolta, molto al di sopra dei valori fondamentali della società emittente¹⁶.

Nel complesso, il corso e l'elevata volatilità rendono i titoli *meme* nettamente più rischiosi di altri titoli negoziati sui mercati. Al riguardo, alcuni autori hanno riscontrato che la loro volatilità tende a intensificarsi in condizioni di maggiore incertezza, come, ad esempio, durante brevi periodi di crisi o in occasione di eventi eccezionali¹⁷.

Una variante molto diffusa di titoli *meme* riguarda le *meme coin*, anch'essa caratterizzata da elevata volatilità¹⁸ e interessata da strategie di *trading* del tipo

14 Uno dei casi più eclatanti, verificatosi ad inizio 2021, ha interessato l'azione GameStop, che sarà oggetto di approfondimento nel successivo paragrafo 4 del capitolo 1. Da allora, gli investitori si sono interessati anche ad altri titoli *meme* come, ad esempio, AMC Entertainment Holdings (AMC), una catena di cinema con profitti in calo durante la pandemia di COVID-19, e Blackberry Limited (BB), un produttore di cellulari molto noto prima della diffusione degli *smartphone*. I. YOUSAF, L. PHAM, J. W. GOODSELL, *The connectedness between meme tokens, meme stocks, and other asset classes: Evidence from a quantile connectedness approach*, *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 82: 101694, 2023, p. 2.

15 M. COSTOLA, M. IACOPINI, C. R.M.A. SANTAGIUSTINA, *On the "momentum" of meme stocks*, *Economics Letters*, Volume 207, 110021, ISSN 0165-1765, <https://doi.org/10.1016/j.econlet.2021.110021>, 2021, p. 9.

16 Per una disamina del ruolo di alcune piattaforme (quali, ad esempio, Reddit) nell'influenzare i movimenti di prezzo di azioni *meme*, si veda S. LYÓCSA, E. BAUMÖHL e T. VÝROST, *YOLO trading: Riding with the herd during the GameStop episode*, *Finance Research Letters*, 46, 102359, 2022, pp. 7 e 8.

17 I. YOUSAF, L. PHAM, J. W. GOODSELL, *op. loc. cit.*

18 L'investimento in *cripto-asset* e, in particolare, in *cripto-currencies*, può difatti esporre gli investitori a rischi rilevanti a fronte di improvvise oscillazioni di prezzo, alle caratteristiche dei sistemi di scambio ed alle tecnologie sottostanti. CONSOB, 2022, *loc. cit.*, p. 3, in https://www.consob.it/documents/1912911/1949521/ps_2224.pdf/dcc07424-55f5-d283-8b0a-4d7c8e3e0507.

pump-and-dump in cui meccanismi coordinati di *social trading* mirano a creare aumenti dei prezzi a breve termine¹⁹.

Sebbene i titoli *meme* rappresentino soltanto una piccola quota degli scambi nei mercati finanziari, secondo alcuni autori le oscillazioni dei loro prezzi influenzano il corso dei mercati finanziari, soprattutto al ricorrere dei picchi al rialzo²⁰: gli investitori *retail*, infatti, possono essere attivi contemporaneamente su una pluralità di piattaforme; ne consegue che le attività poste in essere su una piattaforma possono influenzare anche altre piattaforme²¹ e ripercuotersi, in casi estremi, sull'intero mercato finanziario²². In questa prospettiva, la dottrina ha peraltro definito come "*mementum*" la relazione tra prezzo e volumi di scambio di un titolo *meme*, da un lato, con l'attività registrata sui *social media* dall'altro lato, giungendo a identificare dei veri e propri periodi *meme*²³. Alcuni studi oltretutto dimostrano che i *social media* e le piattaforme di *trading* possono generare una singolare dinamica di comunicazione involontaria tra i *trader*. Il modello di Pedersen, ad esempio, ipotizza un effetto eco che si verifica quando gli agenti comunicano tra loro in un sistema chiuso; tale sistema conduce all'amplificazione e al rinforzo di convinzioni, che, a loro volta, possono dare origine a comportamenti irrazionali di mercato. In altri termini, tali comportamenti non sono necessariamente innescati da azioni coordinate tra gli utenti, ma dall'effetto eco dovuto ai *social media*²⁴.

Ulteriore forma di *gamification* è poi costituita dalle notifiche volte a richiamare l'attenzione sui titoli che hanno registrato le maggiori variazioni in aumento o in diminuzione. Alle notifiche si possono anche accompagnare veri e propri inviti a un'azione immediata.

La *gamification* s'intreccia, non di rado, con pratiche di *marketing* e messaggi pubblicitari: è il caso delle *app* di *trading* che ricorrono alla grafica tipica del Gratta e

19 J. XU, B. LVSHITS, *The anatomy of a cryptocurrency pump-and-dump scheme*, 28th {USENIX} Security Symposium ({USENIX} Security 19), 2019, pp. 1609–1625. Il fenomeno ha interessato, ad esempio, Dogecoin – la prima *meme coin* creata nel dicembre 2013 – e, Shiba Inu. Il 29 gennaio 2021, i prezzi di Dogecoin sono aumentati del 370%, dopo che gli utenti dei forum Reddit *r/CryptoCurrency* e *r/SatoshiStreetBets* hanno tentato di incrementare le quotazioni di Dogecoin per renderla il prossimo Bitcoin. Tra gennaio e maggio 2021, il prezzo di Dogecoin è aumentato di oltre 12.000% e ha raggiunto una capitalizzazione di mercato di oltre 90 miliardi di dollari, in parte alimentata dall'approvazione di alcune celebrità. Da allora, i prezzi di Dogecoin sono crollati di oltre sette volte e la sua capitalizzazione di mercato a giugno 2022 è di circa 11 miliardi di dollari. Allo stesso modo, Shiba Inu ha guadagnato oltre il 5.130.000% tra il suo debutto nell'agosto 2020 e l'ottobre 2021, seguito da un consistente calo dei prezzi tra ottobre 2021 e maggio 2022. I. YOUSAF, L. PHAM, J. W. GOODELL, *op. loc. cit.*

20 I. YOUSAF, L. PHAM, J. W. GOODELL, *op. cit.*, p. 3.

21 La possibilità che gli investitori al dettaglio possano essere attivi contemporaneamente su più piattaforme comporta che i segnali di acquisto possano essere di fatto onnipresenti nelle diverse piattaforme disponibili. M. COSTOLA, M. IACOPINI, C. R.M.A. SANTAGIUSTINA, *op. cit.*, p. 1.

22 A. ALOOSH, S. OUZAN e S. J. H. SHAHZAD, *Bubbles across Meme Stocks and Cryptocurrencies*, Finance Research Letters, Forthcoming, in SSRN: <https://ssrn.com/abstract=4165054>, 2022, p. 3 e 13.

23 Si veda al riguardo M. COSTOLA, M. IACOPINI, C. R.M.A. SANTAGIUSTINA, *op. cit.*, pp. 2 e ss., nonché A. ANAND e J. PATHAK, *The role of Reddit in the GameStop short squeeze*, Economics Letters, 211, 110249, 2022, p. 7.

24 L. H. PEDERSEN, *Game On: Social Networks and Markets*, NYU Stern School of Business Forthcoming, 2021, in SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3794616> o <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3794616>, pp. 1 e ss. Sul punto si veda anche I. YOUSAF, L. PHAM, J. W. GOODELL, *op. cit.*, p. 9 e A. ALOOSH, S. OUZAN e S. J. H. SHAHZAD, *op. loc. cit.*

Vinci, assegnando casualmente agli utenti un titolo presente nel catalogo del *broker* dopo aver grattato delle immagini che assomigliano a un biglietto della lotteria²⁵.

La più recente forma di *gamification*, rappresentata dal metaverso, formerà oggetto di specifica analisi nel successivo paragrafo 6, stante le future prospettive di sviluppo di tale fenomeno e le sue peculiari implicazioni giuridiche.

3 Vantaggi e rischi della *gamification* degli investimenti finanziari

In dottrina il fenomeno della *gamification* è visto talvolta come una nuova opportunità, ma, più frequentemente, come potenzialmente foriero d'insidie per l'investitore²⁶.

Una parte della dottrina, in particolare, ritiene che la *gamification* possa favorire una maggiore partecipazione al mercato dei capitali da parte dei risparmiatori *retail*²⁷ e accrescerne il carattere transfrontaliero²⁸. La *gamification* favorirebbe, inoltre, più elevati livelli di educazione finanziaria permettendo di divulgare in modo comprensibile e gratificante forme e tecniche d'investimento altrimenti connotate da elevata complessità²⁹. Essa consentirebbe una più agevole selezione dei prodotti rispondenti alle aspettative dell'investitore *retail* in termini di rischio/rendimento³⁰. A tal fine, alcune imprese di investimento hanno inserito funzionalità di gioco nei processi di raccolta delle informazioni funzionali alla valutazione di adeguatezza e di appropriatezza³¹.

25 CFA ISTITUITE, *op. cit.*, p. 9.

26 A. VAN DER HEIDE e D. ŽELINSKÝ, *Level up your money game: an analysis of gamification discourse in financial services*, *Journal of Cultural Economy*, 14:6, 2021, DOI: 10.1080/17530350.2021.1882537, p. 711.

27 Anche a parere di Verena Ross, Presidente dell'ESMA, le tendenze digitali ed i nuovi modelli di *business* stanno contribuendo, nel complesso, a rendere l'attività di investimento più accessibile al grande pubblico. ESMA, 71-99-1935, 29 April 2022, p. 1, in https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma71-99-1935_pr_-_ta_on_retail_investor_protection.pdf, 2022c.

28 Al fine di aumentare la fiducia dei risparmiatori per tali investimenti, risulta comunque necessaria la progressiva convergenza delle pratiche di vigilanza da parte dei regolatori: le Autorità di vigilanza europee stanno pertanto lavorando su questo aspetto, sebbene occorra considerare che la velocità della digitalizzazione e dell'incremento registrato nelle attività transfrontaliere sia talvolta superiore a quella della convergenza. In proposito, si veda EUROFI FORUM, *op. loc. cit.*

29 Un'approfondita disamina della letteratura che si è interessata della tematica è offerta da A. VAN DER HEIDE e D. ŽELINSKÝ, *op. cit.*, pp. 722 e 723. A titolo di esempio, alcuni contributi mostrano che lo *short squeeze* del titolo GameStop, di cui si tratterà diffusamente nel paragrafo 4 del capitolo 1, avrebbe avuto dei risvolti positivi in termini di educazione finanziaria, in quanto determinati concetti finanziari sono risultati ricorrenti in numerose ricerche su diverse piattaforme realizzate mediante parole chiave. Questa sorta di auto-educazione finanziaria avrebbe favorito l'accrescimento della comprensione di alcuni meccanismi di base della speculazione di mercato – come le vendite allo scoperto – e, dunque, l'afflusso di nuovi investitori al dettaglio. T. KLEIN, *A Note on GameStop, Short Squeezes, and Autodidactic Herding: An Evolution in Financial Literacy?* *Finance Research Letters*, Vol. 102229, DOI: 10.1016/j.frl.2021.102229, 2021b, p. 2.

30 EUROFI FORUM, *op. loc. cit.*

31 Sul punto, l'AMF francese ha ad esempio rilevato dei casi in cui tali valutazioni erano proposte nella forma di quiz interattivi che prevedono elementi di gioco. ESMA35-42-1227, *cit.*, par. 134.

Altra parte della dottrina non manca, tuttavia, di sottolineare i rischi associati alla *gamification*: primo fra tutti quello di indurre gli investitori *retail* a banalizzare le scelte d'investimento o a metterne perlopiù in risalto le implicazioni di carattere emotivo³². È il caso delle *app* di *day trading*, le quali semplificano l'attività di negoziazione al punto da trasformarla in un vero e proprio gioco³³.

La comodità di effettuare *trading* attraverso dei dispositivi mobili, infatti, potrebbe portare gli investitori *retail* ad acquistare prodotti finanziari in difetto di un adeguato set informativo e di una piena comprensione della loro complessità. L'operatività attraverso *app*, difatti, non consente di disporre delle medesime informazioni che si otterrebbero, ad esempio, attraverso il dialogo con un consulente finanziario; e la stessa attività consulenziale, d'altro canto, risulta di modesta utilità ove condotta ricorrendo a strumenti digitali che ne favoriscono l'automazione³⁴.

Analoghi rischi possono cogliersi nelle notifiche associate all'attività di *trading*, specialmente là dove siano accompagnate – come accennato in precedenza – all'invito a negoziare. In casi estremi, infatti, tali inviti possono incoraggiare un'attività di *trading* smisurata, spesso su basi impulsive, che può determinare gravi perdite per gli investitori e, di converso, notevoli guadagni per le società che gestiscono le *app* o i siti *web* di *trading*³⁵. Altrettanto impulsiva può essere l'operatività suscitata dalle *app* nelle quali il pulsante di negoziazione è visualizzato con evidenza, quando gli investitori si limitano a cercare soltanto informazioni sui titoli, in tal modo confondendo l'attività di apprendimento con quella di negoziazione³⁶.

Quando il *trading* tramite *digital device* è abbinato all'acquisto di *lottery-type asset*³⁷ o all'emulazione di investimenti di tendenza³⁸, il rischio di minore efficienza e d'inferiori *performance* di portafoglio conseguente a decisioni d'investimento impulsive

32 Sotto questo profilo, il *nudging* potrebbe non essere sempre nell'interesse dell'investitore e, in casi estremi, condurre a veri e propri fenomeni di dipendenza. In tal senso, T. KLEIN (2021b), *op. cit.*, p. 9.

33 M. JAIN, D. K. SHETTY, N. NAIK, B. S. MADDODI, N. MALAROUT e N. PERULE, *Application of gamification in the banking sector: A systematic review*, *Test & Engineering Management*, 83, 2020, p. 16933, sostengono, al riguardo, che un elemento che favorisce l'utilizzo di tali *app* sia proprio la previsione di funzionalità ispirate alle tecniche di gioco.

34 EUROFI FORUM, *op. loc. cit.*

35 Come sarà meglio chiarito nell'introduzione al capitolo 4, uno dei fattori che ha contribuito all'evoluzione della *gamification* in ambito finanziario è costituito dall'offerta di servizi di brokeraggio – ossia la ricezione, trasmissione ed esecuzione di ordini – senza applicare commissioni ai clienti. Questi ultimi, pur non accelerando direttamente la formulazione o l'attuazione delle decisioni di investimento, hanno comunque un impatto notevole nel velocizzare il processo decisionale dell'investitore. Infatti, l'eliminazione delle commissioni incide sui tempi di riflessione, potendo portare gli investitori ad effettuare un numero di operazioni superiore a quello che sarebbe considerato ottimale (fenomeno noto come *behavioural churning*, J. FALLOWS TIERNEY, *Investment Games*, in 72 *Duke LJ*, 2022, p. 433).

36 Sui fenomeni del *copy trading* e delle notifiche, CFA INSTITUTE, *op. cit.*, pp. 6 e 7 e paragrafo 4 del capitolo 3 e il paragrafo 1 del capitolo 4.

37 Con tale definizione si intendono i titoli per i quali si potrebbe registrare un rilevantisimo incremento di valore nel tempo a fronte di un ridotto investimento iniziale. Un tipico esempio è rappresentato dalle azioni Tesla. Una approfondita rassegna bibliografica su tale tipologia di titoli è offerta da U. K. MUHAMMAD, A. FAHAD, J. YUEXIANG e X. WENWU, *Predictability of extreme daily returns and Preference for lottery-like stocks in an emerging market*, *Economic Research-Ekonomska Istraživanja*, 35:1, 1322-1344, DOI: 10.1080/1331677X.2021.1965000, 2022, pp. 1322 e ss.

38 Sul punto, la dottrina ha evidenziato che gli investitori che utilizzano di frequente lo *smartphone* per l'attività di *trading* tenderebbero a preferire asset caratterizzati da volatilità più elevata, – quali, appunto, i *lottery type assets* –, anche nel caso di operazioni realizzate senza l'impiego degli *smartphone*. A. KALDA, B. LOOS, A. PREVITERO e A. HACKETHAL, *op. loc. cit.*

assume dimensioni ancora più rilevanti³⁹. In proposito, l'ESMA ha sottolineato come l'utilizzo di tecniche di *gamification* che inducono i clienti *retail* ad assumere rischi indebiti o comportamenti di dipendenza non siano mai nel migliore interesse dell'investitore; tali tecniche, pertanto, non risultano conformi ai requisiti della disciplina Markets in Financial Instruments Directive (MiFID II)⁴⁰.

Dunque, la *gamification* degli investimenti finanziari, pur presentando taluni vantaggi, genera perlopiù rischi soprattutto a carico dei piccoli investitori⁴¹; rischi che le autorità di settore sono tenute a identificare e mitigare nell'ottica prevalente della tutela di questi ultimi⁴², con misure appropriate che tengano pure conto dell'esigenza di non pregiudicare irragionevolmente lo sviluppo dell'industria dell'intermediazione finanziaria⁴³ e con interventi mirati che riflettano le peculiari tecniche e forme di *gamification* in precedenza delineate.

4 Il caso GameStop

La ricostruzione della vicenda riguardante il titolo azionario GameStop, accaduta negli ultimi mesi del 2020 e nelle prime settimane del 2021, consente di evidenziare in concreto i rischi connessi alle tecniche di *gamification* degli investimenti finanziari⁴⁴.

Nel contesto della pandemia di COVID-19 e del conseguente andamento fortemente ribassista dei mercati finanziari⁴⁵, all'inizio del 2021 si registrava un evento

39 A. Kalda, B. Loos, A. Previtero e A. Hackethal, *op. loc. cit.*

40 ESMA, 2022a, *cit.*, par. 147.

41 T. DE RENZIS, *La digitalizzazione tra sfide ed opportunità Digitalizzazione - Conoscenze, attitudini e comportamenti degli investitori italiani*, 2023, in https://www.consob.it/documents/1912911/2058255/20230223_DeRenzis.pdf/fb667390-10ea-1fe1-5ee1-522330268e38?t=1677147697270, p. 11.

42 In proposito, è indicato da CONSOB l'avvio di sperimentazioni di metodi o modelli di "clusterizzazione" delle attività di *trading* e di individuazione dell'informazione diffusa tramite *social media* per monitorare ipotesi di abusi di mercato, CONSOB, 2022, *cit.*, p. 5.

43 In proposito, a livello europeo la Commissione ha adottato nel settembre 2020 la Digital Finance Strategy, volta i) a cogliere le opportunità offerte dalla rivoluzione digitale, ii) a rendere disponibili i benefici della finanza digitale ad imprese e consumatori e iii) a promuovere una solida disciplina dei rischi. L'obiettivo di tale strategia è salvaguardare la stabilità finanziaria, la protezione del consumatore, l'integrità del mercato, la concorrenza leale e la sicurezza. Si veda MEF, *Libro verde su "La competitività dei mercati finanziari italiani a supporto della crescita"*, 2022, p. 17, in https://www.dt.mef.gov.it/export/sites/sitodt/modules/dipartimento/consultazioni_pubbliche/LibroVerde-04.pdf.

44 La ricostruzione del caso Gamestop è qui ripresa in larga misura da Y. HAO, *Why Capital Always Win—A Case Study for Gamestop*, Journal of Education, Humanities and Social Sciences, 2022, 2: 163-166, pp. 163 e ss. Sul punto si veda anche M. A. SCOPELLITI, *Audizione della Segretaria generale della CONSOB davanti alla Commissione parlamentare di inchiesta sul sistema bancario e finanziario in merito al fenomeno GameStop e all'impatto prodotto dal trading online sui mercati finanziari e sul risparmio*, documenti.camera.it, 25 maggio 2021, pp. 2 e ss. e P. DERIU, *Intelligenza artificiale e vigilanza sui mercati finanziari*, in AI Anthology, Profili giuridici, economici e sociali dell'intelligenza artificiale, G. Cerrina Feroni, C. Fontana e E. C. Raffiotta (a cura di), Il Mulino, Bologna, 2022, pp. 435 e ss.

45 Un'analisi più approfondita sull'andamento del mercato finanziario nella fase iniziale del periodo pandemico è offerta da S. GLOSSNER, P. P. MATOS, S. RAMELLI e A. F. WAGNER, *Where do institutional investors seek shelter when disaster strikes? Evidence from COVID-19*, CEPR Discussion Papers, (No. 15070), 2020, pp. 27 e ss.

Si anticipa che nel corso del 2024 si è ulteriormente registrata un'ulteriore bolla che ha interessato il titolo GameStop, sebbene di dimensioni non paragonabili a quella verificatasi ad inizio 2021. Per ulteriori dettagli G. TIMPONE, *Torna "gattino ruggente" e le azioni GameStop esplodono del 110%: è nuova meme stock mania?*, investireoggi.it, 2024, in <https://www.investireoggi.it/economia/azioni-gamestop-boom-40-nuova-meme-stock-mania/>.

in controtendenza allorché i prezzi delle azioni di GameStop (di seguito anche "GME") passarono da un minimo di 4 dollari ad azione a un massimo *intraday* di 347 dollari a fine gennaio 2021. L'anomalia principale era connessa al fatto che i prezzi dell'azione GME risultavano totalmente scollegati dai fondamentali della società, in quanto i bilanci di GameStop mostravano un'azienda in declino già da diversi anni.

Le ragioni sottostanti al rilevante calo di fatturato della società nel corso degli anni più recenti si spiegano con il crescente peso dell'e-commerce e della penetrazione di *Internet*, fattori che hanno radicalmente cambiato il modo in cui i consumatori e i giocatori acquistano i videogiochi. In ragione del descritto andamento aziendale, il prezzo dell'azione GME, a partire dal 2017, aveva subito forti riduzioni di prezzo, passando da 24,64 dollari nel marzo 2017 a 2,80 dollari per azione nell'aprile 2020.

In considerazione di prospettive future poco favorevoli, a partire dalla metà di giugno 2020 alcuni operatori specializzati nell'attività di *short selling* avevano quindi intravisto delle opportunità di guadagno, iniziando ad assumere posizioni corte sul titolo⁴⁶.

Il fenomeno proseguiva poi nei mesi successivi e, in tale arco temporale, un evento rilevante è rappresentato dall'ingresso di Ryan Cohen nel consiglio di amministrazione di GameStop⁴⁷. Nel dicembre 2020 e nelle prime settimane del 2021 un numero sempre crescente di piccoli investitori aveva acquistato azioni GME⁴⁸ spingendo il prezzo a 347 dollari per azione il 27 gennaio 2021⁴⁹.

L'influenza degli investitori *retail* risultava progressivamente cresciuta soprattutto per effetto del coordinamento degli acquisti per il tramite di piattaforme *social*

46 L'operatività degli *short seller* si basa sostanzialmente su una previsione di ribasso di un titolo. Tali investitori, difatti, prendono in prestito i titoli di una società bersaglio e li vendono sul mercato in attesa di ribassi. Nel momento in cui è richiesta la restituzione dei titoli presi in prestito sulla base delle previsioni del *lending agreement*, gli *short seller* procedono all'acquisto ed alla restituzione del titolo preso in prestito. Il loro guadagno è dunque dato dalla differenza tra il prezzo del titolo preso a prestito - e poi venduto - ed il prezzo del titolo acquistato successivamente. In una fase ribassista, quindi, gli *short seller* possono realizzare dei guadagni; tuttavia, se il prezzo del titolo invece sale repentinamente le loro perdite possono essere molto consistenti.

47 Per ulteriori dettagli su tale evento si rimanda al paragrafo 1 del capitolo 2.

48 Taluni hanno tentato di individuare l'investitore tipo del titolo GME e, in particolare, qual è stato il comportamento e come questo si è differenziato dalla generalità degli investitori al dettaglio.

I risultati hanno mostrato che gli investitori del titolo GameStop: presentavano una storia di investimenti in strumenti speculativi, compresi i titoli con caratteristiche simili alle lotterie (*lottery type assets*); erano più propensi a chiudere le loro posizioni prima del picco della bolla; all'inizio della frenesia, numerosi investitori al dettaglio hanno anche "shortato" il titolo GME.

Nel complesso, a parere degli autori, l'andamento registrato nel titolo GameStop non è il risultato di una mera protesta digitale contro Wall Street ma, piuttosto, di un *trading* speculativo da parte di un gruppo di investitori al dettaglio, peraltro coerente con la loro precedente esperienza in *trading* di titoli connotati da alto rischio. T. HASSO, D. MÜLLER, M. PELSTER e S. WARKULAT, *Who Participated in the GameStop Frenzy? Evidence from Brokerage Accounts*, Finance Research Letters, 102140; TAF Working Paper No. 58/February 2021, in SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3792095> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3792095>, pp. 7 e 8. Per una ricognizione completa e dettagliata sul caso M. A. SCOPELLITI, *Audizione della Segretaria generale della CONSOB davanti alla Commissione parlamentare di inchiesta sul sistema bancario e finanziario in merito al fenomeno GameStop e all'impatto prodotto dal trading online sui mercati finanziari e sul risparmio*, documenti.camera.it, 25 maggio 2021.

49 Y. HAO, *op. loc. cit.* e P. DERIU, *op. cit.*, p. 437.

(quali Reddit⁵⁰) e alle tecniche di *gamification* utilizzate dai *broker*. Tali acquisti sincronizzati da parte dei piccoli investitori avevano suscitato reazioni anche in altre categorie di investitori: il 19 gennaio, in particolare, uno *short seller* del titolo GameStop aveva pubblicamente dichiarato di non ritenere che gli acquisti sincronizzati degli investitori *retail* fossero in grado d'influenzare più di tanto i prezzi del titolo; altri investitori, per converso, avevano rilasciato dichiarazioni a sostegno di GameStop favorendo la spinta rialzista⁵¹.

Come notato in precedenza, la corsa all'acquisto del titolo costituiva una minaccia per gli *short seller*, dal momento che i loro profitti erano legati all'effettivo verificarsi dell'atteso andamento ribassista.

Negli ultimi giorni del mese di gennaio 2021 alcuni dei *broker* (*in primis* Robinhood, del quale si tratterà diffusamente nella sezione 1.6 nonché nei capitoli 2 e 4) più attivi nell'intermediazione per conto degli investitori *retail* sul titolo GameStop avevano introdotto limitazioni all'acquisto di azioni GME da parte dei propri utenti e analogo atteggiamento di sfavore verso tali acquisti era stato assunto contemporaneamente da WSB, una *community* utilizzata dagli investitori *retail* per comunicare tra loro. Dirette conseguenze di tali restrizioni erano state la contrazione del volume degli acquisti e il calo significativo dei prezzi di mercato dell'azione GME⁵², a tutto vantaggio (quantomeno potenzialmente) degli *short seller*.

La maggior parte degli investitori *retail* avevano tuttavia proseguito ad acquistare in sincrono il titolo GME per il tramite di *broker* alternativi, con il risultato di provocare ingenti perdite a carico degli *short seller* sopraffatti dall'urgenza di ricopertura delle proprie vendite allo scoperto⁵³.

Al termine degli acquisti sincronizzati da parte dei piccoli investitori, nel volgere di alcune settimane i prezzi dell'azione GME avevano subito una repentina caduta riportandosi a valori coerenti con i fondamentali della società.

50 Alcuni lavori hanno approfondito il ruolo svolto dalla piattaforma Reddit, nello *short squeeze* che si è verificato per il titolo GameStop all'inizio del 2021. In merito, è stato esaminato l'impatto delle interazioni tra gli utenti sulla dinamica dei prezzi dell'azione GME attraverso l'analisi testuale su 10,8 milioni di commenti. I risultati indicano che sia il tono che il numero di commenti hanno influenzato i rendimenti intraday del titolo, rilevando che i *thread* più lunghi avevano avuto un'influenza maggiore. La paura è risultata il sentimento dominante in tutti i commenti, tant'è che i commenti che esprimevano un sentimento negativo hanno mostrato un impatto significativo. C. LONG, B. M. LUCEY e L. YAROVAYA, *I Just Like the Stock' versus 'Fear and Loathing on Main Street': The Role of Reddit Sentiment in the GameStop Short Squeeze*, 2021, in <https://ssrn.com/abstract=3822315>, pp. 15 e 16.

Altri lavori mostrano che i commenti con view "*fanatic*" e "*rational*" sono stati dominanti in specifici frangenti e che la loro importanza relativa è dipesa anche dal seguito degli autori. L. H. PEDERSEN, *op. cit.*, pp. 35 e ss.

51 In conseguenza di tali eventi, il prezzo del titolo è stato interessato da un significativo rialzo: in un unico giorno di mercato il rialzo è stato del 140%. Si veda, in proposito, M. COSTOLA, M. IACOPINI, C. R.M.A. SANTAGIUSTINA, *op. cit.*, p. 3. Un'analisi della relazione tra il sentiment prevalente nei *social media* ed i prezzi delle azioni GME è svolta, inoltre, da C. LONG, B. M. LUCEY e L. YAROVAYA, *op. loc. cit.*, pp. 15 e ss.

52 L'attitudine di tali restrizioni all'acquisto ad influenzare il corso dei prezzi è dimostrata da C. M. JONES, A. REED e W. WALLER, *When brokerages restrict retail investors, does the game stop?*, Columbia Business School Research Paper Forthcoming, 2021, pp. 45 e 46 che analizzano un campione di 38 titoli, tra cui il titolo GameStop.

53 Lo *short squeeze* di GameStop del gennaio 2021 ha causato perdite dell'ordine di decine di miliardi di dollari per gli hedge fund. Per ulteriori approfondimenti sul tema e per una ricca raccolta bibliografica si veda anche I. YOUSAF, L. PHAM, J. W. GOODELL, *op. cit.*, pp. 2 e ss.

A distanza di oltre due anni dalla vicenda, nel 2023, i prezzi dell'azione GME erano ritornati ai livelli del 2017. Nel mese di maggio 2024 il titolo GameStop è stato nuovamente interessato da un'ulteriore bolla, di dimensioni tuttavia non paragonabili a quella verificatasi a inizio 2021⁵⁴.

Se si osserva la vicenda GameStop da una prospettiva d'insieme, i piccoli investitori hanno avuto la meglio sugli *short seller* professionali perché, coalizzandosi tra loro, hanno finito col disporre nel complesso di maggiori capitali rispetto a questi ultimi⁵⁵. Tuttavia, se si esaminano le posizioni dei singoli investitori *retail* che all'epoca dei fatti hanno operato sul titolo GameStop, risulta evidente che molti di loro hanno acquistato nel periodo immediatamente antecedente il picco al rialzo: soltanto i piccoli investitori che avevano investito ben prima di tale picco e che hanno poi liquidato tempestivamente la propria posizione hanno potuto effettivamente realizzare un guadagno, mentre molti altri (laddove acquirenti in prossimità del picco e – conclusi gli acquisti sincronizzati – ancora detentori del titolo al momento della sua repentina discesa) sono rimasti esposti a ingenti perdite.

Nel complesso, il caso GameStop fornisce una conferma empirica della forte relazione tra la *gamification* degli investimenti finanziari e l'aumento dei rischi associati all'operatività sui titoli interessati da questo fenomeno⁵⁶; un nesso che non riguarda soltanto gli investitori *retail* individualmente considerati (che della *gamification* sono i principali destinatari e fruitori), ma anche gli investitori professionali, che, avendo assunto posizioni di mercato in linea coi fondamentali del titolo, possono subire indirettamente le conseguenze della *gamification*, quali, prima tra tutte, l'operatività sincronizzata di una pluralità di piccoli investitori.

Come sarà più approfonditamente argomentato nei successivi capitoli del presente lavoro, l'eccezionalità della vicenda risiede nell'intreccio di fattori eterogenei, quali la presenza di posizioni nette corte, l'utilizzo massiccio di piattaforme di negoziazione, la *gamification* del *trading* e l'impatto delle restrizioni nel periodo della pandemia di COVID-19. Strumenti tecnologici basati sull'intelligenza artificiale hanno amplificato gli effetti di tali dinamiche, contribuendo a creare una forte volatilità. La risposta rapida delle autorità di vigilanza, sia statunitensi che internazionali, dimostra come il caso GameStop segni un punto di svolta, ponendo nuove sfide per la regolamentazione e la supervisione dei mercati finanziari, soprattutto in relazione all'interazione tra finanza e nuove tecnologie⁵⁷.

54 Per maggiori dettagli G. TIMPONE, *op. cit.*, in <https://www.investireoggi.it/economia/azioni-gamestop-boom-40-nuova-meme-stock-mania/>.

55 In tal senso, Y. HAO, *op. cit.*, p. 165.

56 A. ALOOSH, S. OUZAN e S. J. H. SHAHZAD, *op. cit.*, p. 2.

57 P. DERIU, *op. cit.*, pp. 437 e 438.

5 Robinhood e un corrispondente europeo: *Trade Republic AG*

Tra le condizioni di contesto che hanno facilitato il diffondersi di fenomeni di *gamification* rientra, come ora ricordato, il diffuso ricorso a nuove piattaforme di *trading online* (c.d. *neobroker*). All'estrema facilità con cui è possibile inviare ordini di negoziazione anche tramite telefono cellulare si è aggiunto in tal caso l'abbattimento dei costi per gli utenti. In alcuni casi di grande rilevanza, le commissioni relative a questi servizi sono state ridotte a zero, con ciò facilitando ulteriormente l'accesso diretto ai mercati da parte degli investitori, con i benefici e i rischi connessi tali dinamiche. Talora, l'assenza di commissioni di negoziazione è stata resa possibile da politiche di remunerazione basate sulla percezione, da parte dell'intermediario, di un compenso per l'instradamento degli ordini in favore di soggetti terzi, generalmente operanti come negoziatori per conto proprio (c.d. *payment for order flow*, o "PFOF"). I profili economici e giuridici di tali pratiche saranno analizzati più ampiamente nel capitolo 4, ma in questa sede merita ripercorrere brevemente le caratteristiche principali di alcuni tra i più noti *neobroker*, data l'importanza che questi hanno per la *gamification*.

La pratica del PFOF è nata negli Stati Uniti, ideata e attuata per la prima volta agli inizi degli anni '90 del secolo scorso da un finanziere che sarebbe, meno di vent'anni dopo, divenuto tristemente famoso per altri motivi: Bernie Madoff⁵⁸. Proprio in quell'ordinamento si sono sviluppate le vicende che hanno reso più evidenti, portandole all'attenzione del grande pubblico, le dinamiche della *gamification* delle decisioni di investimento analizzate nelle sezioni precedenti.

A diffondere tale pratica hanno contribuito, come detto, i *neobroker*, in virtù della loro capacità di ridurre i costi (quantomeno diretti) dei servizi di ricezione e trasmissione o di esecuzione di ordini, a sua volta spesso facilitata dall'offerta di un ventaglio di servizi tendenzialmente più ristretto rispetto a quello dei concorrenti tradizionali, con conseguente riduzione dei costi di gestione⁵⁹. In particolare, le potenziali sedi di esecuzione individuate nella cosiddetta *execution policy* si presentano sovente in numero minore rispetto alla concorrenza, con ciò che ne deriva in termini di riduzione delle opportunità di individuazione delle migliori condizioni di prezzo ma, al contempo, anche di costi di ricerca della migliore sede⁶⁰.

Benché, come meglio si vedrà nella prossima sotto-sezione, non tutti i *neobroker* facciano uso del PFOF nella stessa misura, la piattaforma che ha registrato la maggior crescita nelle quote di mercato⁶¹ è la celebre Robinhood⁶². Nel sistema statunitense, il PFOF si caratterizza per l'invio delle proposte di acquisto e vendita a sedi di

58 J.R. MACEY, *Securities Regulation as Class Warfare*, in 2021 Colum. Bus. L. Rev., 2021, p. 821.

59 Ad esempio, non sono offerti servizi di ricerca (A.J.B. CABLE, *Regulating Democratized Investing*, in 83 Ohio St. L.J., 2022, p. 683).

60 TELEBORSA, *Neobroker alla conquista dell'Italia: i piani delle app da zero commissioni*, La Stampa, 24 giugno 2022, disponibile su <https://finanza.lastampa.it/>, 2022.

61 Per un confronto con gli altri operatori si veda N. WATERS, *Remedying the Negative Effects of Equity Market Order Flow Decentralization on Retail Investors*, 16 Ohio State Business Law Journal 368, 2022, p. 371.

62 A.J.B. CABLE, *op. cit.*, p. 686.

esecuzione non soggette alle regole sulla trasparenza degli ordini di negoziazione (*dark pool*): rispetto alla disciplina europea – ove, come si indicherà, queste pratiche sono soggette a restrizioni – la maggiore libertà di selezione della sede di negoziazione ha tendenzialmente offerto un ambiente più favorevole al PFOF, dato che essa consente di instradare gli ordini a una controparte predeterminata sulla base degli accordi di retrocessione, pur soggiacendo tale instradamento ai requisiti di *best execution*.

Robinhood rappresenta il più noto tra i *neobroker* e si distingue, rispetto ai principali concorrenti, per il sistematico impiego del PFOF quale fonte di finanziamento e per l'esclusione di qualsiasi commissione in capo alla clientela. Non mancano infatti, negli Stati Uniti, prestatori di servizi di negoziazione che adottano strategie commissionali particolarmente aggressive: tuttavia, queste ultime si caratterizzano per la riduzione e non già per la totale eliminazione delle commissioni stesse⁶³. Altro elemento tipico di Robinhood è la diffusa automazione dei processi produttivi, non solo nella fase della gestione degli ordini ma anche in quella della profilatura della clientela in fase di avvio del rapporto negoziale (*onboarding*), ciò che pure permette un notevole risparmio di costo rispetto a modalità più tradizionali di prestazione del servizio.

Ulteriori caratteristiche di Robinhood sono l'interfaccia grafica rivolta alla clientela e l'uso, proprio di tale interfaccia, di strumenti che inducono alla *gamification*, spingendo gli utenti a sviluppare, nell'uso della piattaforma, dinamiche proprie del gioco anche grazie a forme di gratificazione diverse da quelle meramente finanziarie⁶⁴. Tra queste, la celebrazione dell'esecuzione del primo ordine con la distribuzione di "confetti virtuali" e l'uso di sistemi di punti o di livelli che incentivano gli utenti a una maggiore fidelizzazione⁶⁵.

Altrettanto variegato il panorama europeo, che presenta una concentrazione di *neobroker* soprattutto nei paesi del nord del continente. Tra questi, conviene esaminare brevemente il modello di Trade Republic, *neobroker* basato in Germania.

Trade Republic è una banca tedesca⁶⁶ che si caratterizza per l'ampio ricorso al PFOF. Come indicato nelle condizioni generali di contratto, Trade Republic può ricevere commissioni – la cui entità massima è specificata nel contratto – dagli operatori delle sedi di esecuzione per effettuare ordini presso tali sedi⁶⁷. Le medesime condizioni generali puntualizzano che «tali commissioni consentono a Trade Republic di fornire ai clienti servizi altamente tecnologici a basso costo»⁶⁸, in linea con le caratteristiche più

63 Ivi, p. 681 (con riferimento a Charles Schwab, E-trade ed Ameritrade).

64 P. INGASSIA, *How Robinhood Has Revolutionized Online Trading and Dramatically Upended the Traditional Model for Payment for Order Flow (PFOF)*, 16 Virginia Law & Business Review 183, 2021, p. 186.

65 A.J.B. CABLE, *op. cit.*, p. 684.

66 Trade Republic, già impresa di investimento tedesca notificata ad operare in Italia nella sola modalità della libera prestazione di servizi, dal dicembre 2023 ha assunto la natura di banca ed ha modificato la propria denominazione in Trade Republic Bank GmbH.

67 Trade Republic tratterrà le medesime commissioni in deroga alle previsioni di generale applicazione sul mandato, la cui disciplina codicistica prevede, con disposizione derogabile, il trasferimento al mandante (paragrafi 675 e 667 BGB).

68 TRADE REPUBLIC, *Customer agreement*, in <https://assets.traderepublic.com/>, 2024, p. 13, paragrafo 4.2.

tipiche dei *neobroker*. L'elemento forse più caratterizzante della strategia imprenditoriale di Trade Republic è, tuttavia, quello della selezione della sede di esecuzione degli ordini.

La sede di gran lunga più utilizzata da Trade Republic per l'esecuzione degli ordini è individuata, in particolare, nel LS Exchange, un segmento di mercato attivo presso la Borsa di Amburgo e avente quale gestore Lang & Schwarz AG. In base al regolamento di mercato del LS Exchange, la microstruttura dello stesso si basa essenzialmente su un sistema di richiesta di quotazioni (*Request-for-Quote*, o RfQ - All. 1 Regolamento (UE) 2017/587)⁶⁹. I *market maker* attivi presso LS Exchange si impegnano a coprire almeno il 95% dei volumi oggetto di richiesta a condizioni di prezzo definite mediante rinvio agli *spread* presenti, in ogni tempo, sullo Xetra (il mercato principale della Borsa di Francoforte), con possibilità di accettazione dell'offerta formulata in esito all'invito a offrire entro dieci secondi⁷⁰. Il principale *market maker* attivo presso LS Exchange è, peraltro, Lang & Schwarz TradeCenter AG & Co KG, società controllata dalla stessa Lang & Schwarz AG. Si tratta di una struttura, tipica del mercato tedesco, nella quale un segmento di mercato vede attivo un solo negoziatore per conto proprio (operante come *market maker*) il quale diviene controparte di tutte le operazioni concluse presso la sede: si tratta, in sostanza, di una operatività analoga a quella di un internalizzatore sistematico che, tuttavia, soggiace alle regole – che assicurano maggiore trasparenza agli ordini di negoziazione – dei sistemi multilaterali⁷¹.

Può essere utile, infine, svolgere qualche considerazione anche con riguardo al lato della domanda dei servizi dei *neobroker*. Il cliente-tipo attratto, negli Stati Uniti e in Europa, dalle strategie commerciali di questi intermediari si caratterizza per la relativamente giovane età e per investimenti medi piuttosto contenuti, rispettivamente in un intervallo stimabile tra i 3.500 e i 5.000 dollari oltreoceano (ma con un ammontare mediano di soli 240 dollari) e poco sotto i 5.700 euro nel vecchio continente⁷².

Per completezza di descrizione, tuttavia, occorre puntualizzare una significativa differenza, quanto al relativo modello imprenditoriale, tra i *neobroker* statunitensi e quelli europei. Nei primi, infatti, ha un ruolo centrale la trattazione di titoli azionari – tra cui anche le cosiddette *meme stock*, come il caso GameStop indica – e delle opzioni, ciò che rende per molti aspetti più rischiosa l'attività di negoziazione⁷³. Nel caso dei *neobroker* europei, invece, sembrano avere maggiore spazio strumenti finanziari caratterizzati da orizzonti di investimento di più lungo termine, tra cui in particolare gli Etf⁷⁴.

69 LANG & SCHWARZ, REGELWERK LANG & SCHWARZ EXCHANGE, disponibile su <https://www.ls-tc.de/>, 2024, paragrafo 3.

70 *Ivi*, paragrafo 5 e 7.

71 G. SCHUSTER e M. RAETZ, *Payment for Order Flow*, 34 Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 141, 2022, p. 146; per la configurabilità di tali piattaforme quali sistemi multilaterali (MTF o mercati regolamentati) si veda ESMA (2023a), p. 25.

72 A.J.B. CABLE, *op. cit.*, p. 685; N. WATERS, *op. cit.*, p. 371; TELEBORSA, *op. cit.*

73 A.J.B. CABLE, *op. cit.*, p. 691 ss.; N. WATERS, *op. loc. cit.*

74 TELEBORSA, *op. cit.*, particolarmente con riferimento a *Scalable Capital* e BUX. Tra gli Etf trattati su Trade Republic, il più rappresentato risulta essere MSCI World

5.1 Le forme di finanziamento dei *broker* a zero commissioni diverse dal PFOF

Nonostante il PFOF sia stato probabilmente l'elemento più discusso tra quelli che caratterizzano il modello commerciale delle nuove piattaforme di *trading*, è opportuno sottolineare come non tutti i *neobroker* vi facciano ricorso con la medesima sistematicità né, tantomeno, che tutti i *neobroker* impieghino tale tecnica di remunerazione.

Tra le altre fonti di reddito a cui questi operatori si affidano rientrano, ad esempio, la percezione di interessi sui finanziamenti legati alla dazione di margini di garanzia ovvero l'offerta diretta di servizi senza il coinvolgimento di terze parti, tra cui l'internalizzazione dell'esecuzione degli ordini, laddove possibile, o il collocamento di strumenti finanziari di propria emissione⁷⁵. La stessa Robinhood, del resto, indica tra le proprie fonti di reddito, accanto alle retrocessioni che derivano dal PFOF, le analoghe retrocessioni e gli interessi percepiti dalle banche convenzionate presso le quali è depositata la liquidità di pertinenza della clientela, le sottoscrizioni di servizi aggiuntivi (quali la fornitura di report di ricerca da parte di analisti finanziari), gli interessi percepiti in connessione al prestito dei titoli di proprietà della clientela⁷⁶. Fonti di reddito aggiuntive derivano altresì dall'utilizzo, nell'interesse della Robinhood stessa, degli strumenti finanziari di pertinenza della clientela, ad esempio tramite l'impiego degli stessi a garanzia per *trading* di carattere proprietario o il prestito titoli⁷⁷.

Non mancano, come detto, intermediari che non percepiscono retrocessioni. Il caso forse più noto è Fidelity, che offre servizi di negoziazione a zero commissioni su titoli azionari pur dichiarando di non ricorrere al PFOF su tale segmento di mercato⁷⁸. È dibattuto, al momento, se tale modello imprenditoriale, in cui i servizi di *trading* a zero commissioni non sono affiancati dal PFOF, sia sostenibile: del resto, la stessa Fidelity percepisce remunerazioni in forma di PFOF sulle attività di *trading* aventi ad oggetto opzioni⁷⁹, mentre altri intermediari ricorrono addirittura a richieste di donazioni da parte dei clienti al fine di rendere sostenibile la prestazione dei servizi a zero commissioni⁸⁰.

Il quadro europeo sembra riflettere in larga parte quanto sinora indicato con riferimento agli operatori statunitensi. Secondo le evidenze raccolte dall'ESMA, le fonti di reddito che caratterizzano l'attività dei *neobroker* includono, accanto al PFOF, anche l'internalizzazione sistematica degli ordini o, comunque, l'operatività in contropartita

75 A.J.B. CABLE, *op. cit.*, p. 681; TELEBORSA, *op. cit.*

76 ROBINHOOD (s.d.(a)), *How we make money*, disponibile su <https://robinhood.com/us/en/about-us/how-we-make-money/> e ROBINHOOD (s.d.(b)), *Standard Pricing Fee Schedule*, disponibile su <https://robinhood.com/us/en/about-us/how-we-make-money/>.

77 A. FARLEY, *Is There a Catch to Free Stock Trading? Free Stock Trades Have a Few Problems*, Investopedia, disponibile su <https://www.investopedia.com/>, 2022. Si tratta di pratiche che, nel nostro ordinamento, richiedono il consenso scritto dei clienti (art. 22, co. 3, Tuf).

78 N. WHITTEN, *Deceiving the Young to Give to Themselves: Eliminating Payment for Order Flow to Ensure Loyal Agents*, 64 Boston College Law Review 701, 2023, p. 734.

79 *Ivi*, pp. 735 ss., anche per una critica da parte della concorrente Charles Schwab.

80 *Ibidem*, con riferimento a Public.com.

diretta nonché il prestito dei titoli di pertinenza della clientela e, infine, la vendita di servizi di altra natura (quali la custodia dei titoli o i servizi di *margin trading*)⁸¹.

6 *Gamification* degli investimenti finanziari e metaverso

Tra gli sviluppi più recenti della *gamification* spicca anche il ricorso al cosiddetto "metaverso"; termine coniato nel 1992 da Neal Stephenson nel romanzo di fantascienza *Snow Crash* per designare lo sviluppo futuribile di *Internet* e cioè un mondo basato sulla realtà virtuale esplorabile dalle persone facendo ricorso a un *avatar*.

Attualmente non esiste un unico modello di metaverso bensì una molteplicità di piattaforme⁸² che, seppure riconducibili a tale nozione, presentano caratteristiche peculiari, soprattutto per quanto riguarda il livello di centralizzazione: a fronte di sistemi fortemente centralizzati nei quali i processi decisionali, la pianificazione e le procedure di sicurezza fanno capo a un unico gestore, vi è all'altro estremo un modello di metaverso in cui controllo e autorità sono capillarmente distribuiti tra gli utenti. Tra questi estremi si danno poi molteplici forme di accentramento e di decentramento⁸³.

In dottrina si è osservato che, nonostante i forti investimenti registrati da parte delle più grandi aziende tecnologiche a livello mondiale, il numero di utenti è ancora limitato e, secondo alcuni, nel «metaverso non c'è nessuno»⁸⁴. Invero, più di 400 milioni di utenti unici mensili aderiscono attualmente ad almeno una piattaforma, con una netta predominanza di quelle di gioco, dal momento che l'età media degli utenti è inferiore a 18 anni⁸⁵: la più nota, Roblox, ha più di 200 milioni di utenti, seguita da Minecraft (160 milioni) e Fortnite (80 milioni), mentre il numero di utenti delle piattaforme non ludiche va dai 200.000 utenti mensili di Horizon World ai 40-50.000 di Sandbox e Decentraland.

Benché per le limitazioni tecnologiche e di costo oggi la diffusione del metaverso per finalità non ludiche sia molto limitata, secondo alcuni studi le potenzialità future sono comunque notevoli. Si stima che entro il 2030 gli utenti nel metaverso

81 ESMA, 2022a, *cit.*, paragrafo 177.

82 Le piattaforme di metaverso popolari, con indicazione tra parentesi della *cripto-currency* di riferimento, sono le seguenti: Decentraland (MANA); Sandbox (SAND); GALA; AXIE Infinity (AXS); Metahero (HERO); Atlante delle celebrità (ATLAS); Moneta Enjin (ENJ); Criptovoxels (CVPA); High Street (HIGH); Bloktopia.

Per ulteriori approfondimenti sul punto S. SARKAR., *Banking in Metaverse Opportunities and Challenges*, The Management Accountant Journal, 2023, 58.1, p. 64.

83 Minecraft e Fortnite rappresentano tipici esempi di metaversi centralizzati. Decentraland è, invece, una piattaforma decentralizzata che si basa sulla *blockchain* Ethereum; la sua decentralizzazione è rappresentata da un'organizzazione autonoma di controllo, la *Decentralized Autonomous Organization* (DAO), composta dai partecipanti di Decentraland che possono votare e ridisegnare liberamente le politiche della piattaforma. Per ulteriori approfondimenti sulla nozione di metaverso, specialmente in ambito finanziario, S. SARKAR., *op. loc. cit.*

84 P. L. PARCU, N. INNOCENTI, C. CARROZZA, *The Metaverse: technology, financing and economics*, Robert Schuman Centre for Advanced Studies Research Paper, 2023, 2023/1, p. 18.

85 METAVERSED, *Metaverse user age profile*, Metaversed Research & Insight, 2022, in <https://www.metaversed.consulting/blog/the-metaverse-reaches-400m-active-users>.

saranno in totale circa cinque miliardi, mentre il valore delle transazioni oscillerà tra 8 e 13 bilioni di dollari⁸⁶.

Quale nuova frontiera della *gamification* degli investimenti, il metaverso si è finora sviluppato, seppure a livello ancora iniziale, anche nel settore dei servizi bancari e finanziari⁸⁷. Nel metaverso, infatti, le banche possono aprire filiali virtuali, fare incontrare gli investitori da remoto, usufruire dei servizi bancari recandosi presso la filiale virtuale oppure interagire con un consulente finanziario; il tutto sotto forma di *avatar*⁸⁸.

Le imprese operanti nel mercato finanziario del metaverso, poi, hanno la possibilità di contenere drasticamente i costi distributivi: il risparmio si attesterebbe in un *range* del 50/70%, in ragione del fatto che le filiali virtuali presentano dei costi notevolmente più ridotti rispetto alle filiali fisiche⁸⁹. Nell'ambito della gestione e formazione delle risorse umane, gli operatori possono ricorrere al metaverso anche come strumento formativo nelle interazioni tra dipendenti e clienti – garantendo al contempo elevati livelli di efficacia ed economicità⁹⁰ – e per attirare e trattenere talenti esperti delle innovazioni digitali⁹¹.

In tale contesto, le tecniche di *gamification* avranno un ruolo fondamentale nel favorire lo sviluppo dei servizi bancari e finanziari nel metaverso, con l'obiettivo di espandere tali servizi in aree geografiche e fasce di popolazione oggi più difficilmente accessibili, anche per ragioni connesse alle difficoltà di accesso alle filiali fisiche⁹².

86 CITI, *Metaverse and money*, 2022, p. 3, in https://www.citifirst.com.hk/home/upload/citi_research/AZRC7.pdf; così anche GOLDMAN SACHS, *Framing the future of web 3.0 metaverse edition*, 2021, p. 22 in <https://www.goldmansachs.com/insights/pages/gs-research/framing-the-future-of-web-3.0-metaverse-edition/report.pdf>.

87 Sul carattere tendenzialmente impersonale del rapporto tra banca e cliente nelle interazioni *online*, S. SARKAR., *op. cit.*, pp. 63 e 64.

88 DUBEY VIVEK et al., *Metaverse and Banking Industry – 2023 The Year of Metaverse Adoption*, Technium: Romanian Journal of Applied Sciences and Technology, 4. 62-73. 10.47577/technium.v4i10.7774, 2022, p. 71 e S. SARKAR., *op. loc. cit.* Le banche possono anche realizzare forme avanzate di personalizzazione del servizio, ad esempio assegnando un assistente virtuale più rispondente ai desideri di ciascun cliente. AVANADE, *Working in the metaverse How banks can create value*, 2022, in <https://www.avanade.com/-/media/asset/technologies/working-in-the-metaverse-how-banks-can-benefit.pdf?la=en&ver=2&hash=C02064374D99079B65944F5E45453F8A>.

89 M. R. H. ANGGARA et al., *The presence of commercial banks in metaverse's financial ecosystem: opportunities and risks*, Journal of Central Banking Law and Institutions, 2022, 1.3, p. 419.

90 S. SARKAR, *op. loc. cit.*

91 L'attività bancaria nel metaverso richiederà difatti professionisti che assumeranno nuovi ruoli, tra cui artisti 3D, progettisti di giochi, esperti di piattaforme, specialisti di *cripto-currency* e di *blockchain*. AVANADE, *op. cit.*

92 Si pensi, ad esempio, a zone rurali o aree geografiche non collegate agevolmente con i centri urbani in cui sono dislocate le filiali fisiche che consentono l'accesso ai servizi bancari e finanziari; la problematica riguarda sia i paesi avanzati che, soprattutto, i paesi in via di sviluppo. Il metaverso, in tal senso, può costituire un fattore di crescita per le comunità più isolate. Per approfondimenti sul tema si veda anche S. SARKAR, *op. cit.*, pp. 64 e ss. e M. R. H. ANGGARA et al., *op. cit.*, pp. 417 e ss.

Esempi concreti *metaverse banking*⁹³ sono la banca virtuale realizzata dalla sudcoreana Kookmin Bank⁹⁴, il metaverso bancario dell'indiana Kia.ai⁹⁵, la sala virtuale dell'Union Bank of India⁹⁶, la banca digitale della spagnola Imagin⁹⁷ e l'applicazione di VR implementata da BNP Paribas⁹⁸.

Pur non prestando ancora attività o servizi aperti al pubblico in tale spazio virtuale, alcuni intermediari bancari e finanziari hanno iniziato a operare nel metaverso: JP Morgan Bank ha aperto una sala virtuale nella piattaforma Decentraland⁹⁹, la Standard Chartered di Hong Kong ha acquistato un terreno nel quartiere Mega City di Sandbox¹⁰⁰, la thailandese Siam Commercial Bank ha costruito una sede virtuale nel metaverso¹⁰¹ e HSBC vi ha comprato un terreno con l'obiettivo di interagire con gli appassionati di giochi e di e-sport¹⁰².

L'operatività di banche commerciali e imprese di investimento nel metaverso solleva molteplici interrogativi in merito all'individuazione dell'autorità e della giurisdizione di riferimento¹⁰³, tanto più laddove si consideri la tendenza a realizzare l'interoperabilità tra le diverse piattaforme di metaverso al fine di assicurare l'efficacia dei

93 Approfondiscono in generale questi esempi S. SARKAR., *op. cit.*, p. 65 e M. ABBOTT, *The metaverse has got banks thinking about a radically different future*, Forbes, 14 settembre 2022, in <https://www.forbes.com/sites/michaelabbott/2022/09/14/fools-gold-or-bullion-the-metaverse-has-got-banks-thinking-about-a-radically-different-future/?sh=1df2eee61bcf>.

94 M. ABBOTT, *op. loc. cit.*

95 <https://www.kiya.ai/metaverse/>.

96 <https://www.unionbankofindia.co.in/english/uni-verse.aspx>.

97 <https://www.imagin.com/imaginland>.

98 <https://wealthmanagement.bnpparibas/content/dam/bnpparibas/pdfs/december/Investment%20The-mes%202022%20EN%20Compil%20ES%20DEF.pdf>.

99 ZACKS EQUITY RESEARCH, *JPMorgan (JPM) Enters Metaverse, Unveils Virtual Onyx Lounge*, Nasdaq, 16 febbraio 2022, in <https://www.nasdaq.com/articles/jpmorgan-jpm-enters-metaverse-unveils-virtual-onyx-lounge>.

100 <https://www.sc.com/en/media/press-release/weve-partnered-with-the-sandbox-to-create-metaverse-experience/>.

101 <https://www.scb.co.th/en/about-us/news/mar-2022/scb-10x-open-house-metaverse.html>.

102 M. SPORTELLI, *Hsbc come J.P. Morgan: ha acquistato un terreno nel metaverso*, Forbes, 18 marzo 2022, in <https://forbes.it/2022/03/18/hsbc-come-jp-morgan-acquistato-terreno-metaverso/>.

103 Allo stato, dunque, l'operatività nel metaverso sarebbe assimilabile ad una prestazione (eventualmente) transfrontaliera in libera prestazione di servizi; ai fini di vigilanza, i criteri di collegamento sarebbero pertanto riconducibili alla localizzazione del prestatore, come disciplinati, in ambito unionale, dal pacchetto MiFID II.

Sul punto, alcune teorie tentano comunque di offrire possibili soluzioni.

i) Teoria della legge del metaverso: secondo tale teoria, il metaverso dovrebbe avere una giurisdizione distinta da quella del mondo reale, sviluppando un proprio quadro giuridico. Essendovi una sola legge applicabile, si accrescerebbe la certezza del diritto nel metaverso. Di contro, va comunque considerato che, allo stato, non vi è un'autorità che abbia il diritto di regolamentare e supervisionare le diverse piattaforme di metaverso; l'istituzione stessa di una autorità di tal genere rappresenta un'ulteriore complicazione, in quanto occorrerebbe stabilire chi ne abbia il diritto.

ii) Teoria della *Central Bank Digital Currency*: la teoria in parola prevede che partendo dalla *blockchain* (o da una tecnologia alternativa) possa essere sviluppata una *Central Bank Digital Currency*, che rappresenterebbe un mezzo di scambio nel metaverso ulteriore rispetto alle *cripto-currency* ed alle *stable coin*. In una prospettiva più ampia, la *Central Bank Digital Currency* potrebbe anche rappresentare un vero e proprio strumento monetario attraverso cui la Banca centrale possa esercitare nel metaverso un controllo più incisivo sull'inflazione e, quindi, sulla stabilità economica.

iii) Teoria della localizzazione del centro dati: tale teoria prevede che la giurisdizione competente sarebbe individuata in ragione dell'ubicazione del *data center* in cui sono conservati i dati rilevanti; avendo il *data center* un domicilio legale, la giurisdizione che troverà applicazione nel metaverso sarà quella del luogo in cui è ubicato fisicamente il centro dati. Occorre sul punto considerare che le piattaforme di metaverso ricorreranno verosimilmente ad una pluralità di centri dati dislocati in paesi diversi; in tal caso, sarà necessario individuare quale sia la giurisdizione di riferimento.

servizi finanziari¹⁰⁴. Ulteriori questioni riguardano gli aspetti di sicurezza dei sistemi di pagamento, nonché la prevenzione e il contrasto dell'hackeraggio e di qualsiasi altra condotta illecita. È quindi necessario che i regolatori si dotino di conoscenze e strumenti adeguati all'esercizio di una vigilanza efficiente e continuativa, financo in tempo reale, del metaverso¹⁰⁵.

7 I rischi connessi all'attività dei cosiddetti "fin-influencer"

Una delle problematiche strettamente legate alla *gamification* degli investimenti finanziari attiene al mondo dei *social network*, nel cui ambito possono verificarsi situazioni di vulnerabilità nell'assunzione di scelte consapevoli e informate¹⁰⁶.

Come noto, nei *social network* operano utenti, identificati con il termine "*influencer*", che, pubblicando regolarmente contenuti attinenti a uno specifico argomento, riescono ad assumere uno status di competenza in un'area specifica; ciò permette loro di essere seguiti da un numero considerevole di *follower*¹⁰⁷.

Negli ultimi anni si è assistito a una significativa espansione del mercato degli *influencer* e alla proliferazione dei cosiddetti "*fin-influencer*" o "*finfluencer*", ovvero *influencer* che, dispensando consigli su vari argomenti finanziari attraverso video brevi e leggeri pubblicati sui principali *social media* (come Instagram, TikTok o YouTube), riescono ad avere un notevole impatto sulle decisioni di investimento dei propri *follower*¹⁰⁸; tale proliferazione è connessa anche al crescente interesse dei piccoli investitori verso un'educazione finanziaria informale e autogestita, possibilmente gratuita e di facile accesso¹⁰⁹.

La capacità di indirizzare i comportamenti degli utenti risiede principalmente nella fiducia digitale di cui godono i *fin-influencer* e deriva da una combinazione di

Per approfondimenti sul tema si veda M. R. H. ANGGARA et al., *op. cit.*, pp. 423 e ss.

104 M. R. H. ANGGARA et al., *op. cit.*, p. 422.

105 P. SAVONA, *Intervento del Presidente Prof. Paolo Savona al seminario CONSOB/Luiss Guido Carli sul tema "Financial regulatory and supervisory authorities facing the Metaverse"*, in consob.it/documents/1912911/1981397/intervento_Savona_20221013.pdf/05f4d718-ff53-87e7-15d7-0cbe202bead4, 2022, p. 2.

106 Il fenomeno riveste una rilevanza notevole, dato che, ad oggi, oltre la metà della popolazione globale utilizza regolarmente i *social media*, anche per finalità informative. A. CANEPA, *Social media e fin-influencer come nuove fonti di vulnerabilità digitale nell'assunzione delle decisioni di investimento (Social media and fin-influencers towards a new digital vulnerability in investment decisions)*, in Pubblicazione degli atti del Convegno "*La Supervisione finanziaria dopo due crisi. Quali prospettive*", tenutosi il 17 ed il 18 giugno 2022 presso l'Isola di Capri ed organizzato dall'Università degli Studi di Napoli Parthenope, pp. da 307 a 324, in https://air.unimi.it/retrieve/89afe6cd-c967-4192-9b23-48e5eac1122d/2022_01_RTDE_Allegra-Canepa%20social%20media.pdf, p. 311.

107 E. C. CANATAN, A. TOKER, e A. COŞKUN, *Understanding Finfluencer Engagement: a Conceptual Framework of Attitude Development and Continued Usage in Video Consumption* (No. 10850), EasyChair, 2023, p. 3.

108 S. GUAN, *The Rise of the Finfluencer*, New York University Journal of Law and Business, Forthcoming, Santa Clara Univ, Legal Studies Research Paper Forthcoming, 2022, in https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4400042, p. 545.

109 Il crescente interesse verso temi di educazione finanziaria è imputabile ad una pluralità di fattori, quali, tra l'altro: contesto caratterizzato, sino al 2021, da bassi tassi di interesse, che ha aumentato l'*appeal* degli investimenti ad elevato tasso di rendimento, connotati, di frequente, da alta complessità; la volontà di impiegare i risparmi conseguiti a seguito delle chiusure di diversi esercizi pubblici ed alle restrizioni ai viaggi; maggiore disponibilità di tempo da dedicare alla ricerca di opportunità di investimento. E. C. CANATAN, *op. cit.*, p. 3.

diversi fattori, quali, soprattutto, la condivisione di contenuti e di momenti della propria vita privata uniti a una rilevante componente emozionale¹¹⁰. Il punto sarà oggetto di specifico approfondimento nel paragrafo 1 del capitolo 2.

Ad oggi, sono stati condotti diversi studi sugli *influencer* che operano in alcuni settori, come quello della bellezza e dello sport, mentre il campo dei *fin-influencer* è ancora poco approfondito¹¹¹. Eppure, l'attività dei *fin-influencer* si connota per rischi ben maggiori rispetto agli *influencer* operanti in altri settori, in ragione del fatto che i prodotti finanziari presentano numerose specificità rispetto ad altre categorie di beni o servizi¹¹².

Più nello specifico, le maggiori criticità si riscontrano con riferimento alla quantità e alla qualità dell'informazione fornita dai *fin-influencer* nei contenuti condivisi via *social*¹¹³ e alla mancata percezione di pubblicità occulta da parte dei *follower*¹¹⁴.

Le criticità dei comportamenti descritti risultano poi amplificate per i *follower* con scarsi livelli di alfabetizzazione finanziaria, poiché quest'ultima favorisce un affidamento ancora maggiore nei contenuti pubblicati dai *fin-influencer*; tale criticità risulta acuita nel caso in cui tali contenuti costituiscono la sola fonte informativa consultata ai fini dell'assunzione della decisione di investimento¹¹⁵.

Più in generale, chi segue i consigli dei *fin-influencer* senza una prospettiva critica, può trovarsi più facilmente esposto al rischio di voler effettuare investimenti imprudenti o inappropriati rispetto al proprio profilo¹¹⁶.

110 Nei *social media*, il fattore emozionale costituisce uno degli aspetti chiave per l'assunzione di una decisione di investimento ed è frequentemente alimentato anche dalla condivisione di interessi ed azioni con gli appartenenti alla community creata dall'*influencer*. A parere di alcuni autori, l'appartenenza ad una comunità virtuale facilita il coordinamento di scelte collettive, che può anche arrivare a forme spinte di sincronizzazione delle azioni dei singoli. Ciò è alla base dell'assunzione di identiche decisioni di investimento da parte di un elevato numero di soggetti in un ristretto arco temporale; un tipico esempio di sincronizzazione delle azioni dei singoli è stato mostrato nel paragrafo 4 del capitolo 1 relativamente alle vicende del titolo Gamestop. A. CANEPA, *op. cit.*, p. 312.

111 E. C. CANATAN, *op. cit.*, p. 7.

112 Per tenere conto di tali peculiarità il legislatore europeo ha previsto una pluralità di norme specificamente dedicate ai prodotti finanziari ed ai servizi di investimento (MiFID, PRIIPS, AIFMD, UCTIS, solo per citarne alcune).

113 L'informazione fornita dai *fin-influencer* di frequente è limitata e non corredata dal rinvio a link di approfondimento. A. CANEPA, *op. cit.*, p. 315.

A parere di BaFin, diversi *fin-influencer*, spesso, rilasciano affermazioni solo parzialmente esatte – o, peggio, del tutto inesatte – ed i suggerimenti d'investimento offerti non sono nella maggior parte dei casi affidabili. BAFin, *Investment tips on social media: caution is paramount*, in https://www.bafin.de/EN/Verbraucher/Aktuelles/verbraucher_soziale_medien_en.html, 2023.

114 Secondo alcuni autori, la mancata percezione di pubblicità occulta tende ad acuirsi se la fruizione dei contenuti avviene attraverso *smartphone* poiché questi, avendo uno schermo più piccolo di quello di un altro *device* (come tablet o computer), tenderebbero a privilegiare la visualizzazione di alcuni aspetti a discapito di altri. A. CANEPA, *op. cit.*, p. 315.

115 Un esempio è rappresentato dalla pubblicazione del piano di investimenti dettagliato del *fin-influencer*, cui fa in genere seguito un messaggio di soddisfazione nell'acquisto del prodotto oggetto del contenuto proposto (come può essere, ad esempio, una *cripto-currency* o una *cripto-asset*). Tale attività promozionale è volta a favorire la conclusione di operazioni analoghe da parte dei *follower*. Ivi, p. 316.

116 L'operatività dei *fin-influencer* non è esente da conflitti di interesse: sebbene i consigli di investimento forniti da questi ultimi siano generalmente gratuiti, in alcuni casi appaiono poco trasparenti le motivazioni che spingono ad offrire tali suggerimenti. In talune circostanze, ciò si verifica perché tra le diverse fonti di guadagno dei *fin-influencer*

Gli utenti più giovani sono i più esposti¹¹⁷, dato che spesso dispongono di una limitata conoscenza delle dinamiche che governano i mercati finanziari, hanno una scarsa percezione delle tecniche di advertising presenti nei contenuti degli *influencer* e, al contempo, si caratterizzano per un elevato tempo di permanenza sui *social media*¹¹⁸.

L'attività dei *fin-influencer* non è disciplinata esclusivamente dalle norme sulle pratiche commerciali scorrette concernente i diversi aspetti del *marketing* occulto, cui sono tipicamente soggette le diverse categorie di *influencer*, ma è sottoposta a una disciplina ben più rigorosa: i contenuti divulgati hanno generalmente ad oggetto prodotti finanziari regolamentati (quali, ad esempio, fondi di investimento o servizi di consulenza finanziaria), e, per tale motivo, possono impattare significativamente sulle decisioni finanziarie dei risparmiatori.

In ambito europeo trovano pertanto applicazione una pluralità di norme, tra cui: il Regolamento sugli abusi di mercato 596/2014, la Direttiva sui mercati degli strumenti finanziari 2014/65 (MiFID II) e il Regolamento delegato della Commissione 2016/958, disciplinante la corretta presentazione delle raccomandazioni in materia di investimenti o altre informazioni che raccomandano o consigliano una strategia di investimento¹¹⁹.

Senonché la concreta condotta dei *fin-influencer* si muove talvolta in una zona grigia, al limite tra ciò che è pubblicità e ciò che, invece, è semplice divulgazione¹²⁰.

Anche al fine di rafforzare la tutela degli investitori *retail*, la Commissione europea ha previsto alcune misure nel pacchetto di norme che rientrano nella *Retail*

rientrano anche le commissioni corrisposte dalle società di cui vengono presentati i prodotti di investimento, commissioni che rappresentano un potente fattore motivante. Alcuni studi condotti da BaFin mostrano che, talvolta, i pagamenti di tali commissioni hanno luogo nel momento in cui l'utente, cliccando su specifiche caselle di testo o immagini, viene reindirizzato ad altri siti web. BAFIN, *op. cit.*, 2023.

117 In proposito, il Commissario europeo alla Giustizia, Didier Reynders, ha dichiarato che: «*The business of influencers is thriving and a lot of consumers – often young people or even children – trust their recommendations. This business model, however, also comes with legal obligations. Influencers too must follow fair commercial practices and their followers are entitled to transparent and reliable information*». EUROPEAN COMMISSION, *Daily News del 17/10/2023*, in https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/mex_23_5067.

118 In Italia, la fascia fra i 18 ed i 34 anni risulta la più sensibile ai *social media* ed agli *influencer*: il dato di "influenza" risulta pari al 23,4% nella fascia di età 18-34, il 16,2% in quella 35-64 ed il 5% in quella over 65. STATISTA, *Consumer Goods & FMCG, Influence of social media or celebrities on the purchase of consumer goods in Italy in 2019, by age group*, 2019, in <https://www.statista.com/statistics/987017/influences-on-consumer-goods-purchase-in-italy/>.

Tale aspetto è stato peraltro evidenziato da uno studio del Parlamento Europeo del febbraio 2022, che sottolinea come l'«*Influencer marketing has an impact on consumer purchase decisionmaking. Children and consumers with low education and/or low income are particularly vulnerable to influencer marketing*». Si veda F. MICHAELSEN, L. COLLINI et. al., *The impact of influencers on advertising and consumer protection in the Single Market*, Publication for the committee on Internal Market and Consumer Protection (IMCO), Policy Department for Economic, Scientific and Quality of Life Policies, European Parliament, Luxembourg, 2022, in [https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/STUD/2022/703350/IPOL_STU\(2022\)703350_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/STUD/2022/703350/IPOL_STU(2022)703350_EN.pdf), p. 10.

119 Per una più approfondita disamina del tema, si veda anche F. PFLÜCKE, *Rethinking the Regulation of Financial Influencers*, Journal: Verfassungsblog: On Matters Constitutional, 2023, DOI: 10.17176/20230524-020306-0, in <https://core.ac.uk/display/574718929?source=4>, pp. 2 e ss.

120 A. CANEPA, *op. cit.*, p. 311.

Investment Strategy, pubblicata lo scorso 24 maggio 2023¹²¹; il pacchetto si propone, tra l'altro, di introdurre specifici requisiti relativi ai contenuti degli annunci di *marketing* finanziario, che dovranno essere rispettati anche dai *fin-influencer*¹²².

Più in dettaglio, il considerando 30 e 32 della proposta di Direttiva prevedono che le imprese di investimento assicurino la conformità e l'accuratezza delle comunicazioni di *marketing* prodotte per loro conto. Nel caso di messaggi pubblicitari che risultino fuorvianti, le autorità di vigilanza avranno poi la facoltà di intervenire, adottando misure quali l'ordine di cessazione della campagna pubblicitaria o l'imposizione di sanzioni economiche agli intermediari finanziari che si avvalgono dell'attività promozionale dei *fin-influencer*¹²³.

Nel complesso, l'obiettivo che si prefigge la Commissione europea è innalzare il livello di tutela degli investitori al dettaglio dalle pratiche di *marketing* fuorvianti e, al contempo, responsabilizzare *fin-influencer* e intermediari finanziari a un utilizzo corretto ed etico delle comunicazioni realizzate tramite *social network*¹²⁴.

Tale iniziativa della Commissione europea rappresenta un primo tentativo di armonizzazione delle discipline e degli approcci di vigilanza operanti nei singoli Stati Membri.

Invero, ESMA in una comunicazione emanata il 28 ottobre 2021, aveva già posto l'accento sull'importanza della conformità al Regolamento dell'UE n. 596 del 2014 sugli Abusi di Mercato in relazione alle raccomandazioni di investimento diffuse attraverso i *social media*. Nella comunicazione l'Autorità Europea chiarisce che il citato Regolamento impone elevati livelli di trasparenza e chiarezza nelle comunicazioni finanziarie rese, al fine di innalzare il livello di protezione degli investitori e, per tale via, preservare l'integrità dei mercati. Al riguardo, ESMA rende noto che coloro che diffondono raccomandazioni di investimento via *social* devono assicurare l'obiettività delle proprie comunicazioni ed esplicitare eventuali conflitti di interesse. Il mancato rispetto

121 Il pacchetto di norme della *Retail Investment Strategy* è disponibile all'indirizzo https://finance.ec.europa.eu/publications/retail-investment-strategy_en.

122 Al riguardo, «*marketing communications should be clear, fair, and not misleading, regardless of the channel through which they are distributed and whether performed directly by the investment firms or indirectly, for example via financial influencers or "finfluencers"*». EUROPEAN COMMISSION, *Questions and answers on the Retail Investment Package*, 24 maggio 2023, in https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/qanda_23_2869.

123 La proposta di Direttiva stabilisce che ogni attività di *marketing* che preveda, ad esempio, la partecipazione di influencer o la promozione di eventi gratuiti da parte delle imprese di investimento, ricada sotto la diretta responsabilità di queste ultime. Pertanto, le informazioni divulgate da *fin-influencer* relative ad un'impresa con cui siano stati stipulati accordi di sponsorizzazione, saranno equiparate a vere e proprie comunicazioni di *marketing*. Si veda per una disamina più dettagliata la pagina del sito della Commissione europea dedicato alla *Retail Investment Strategy*, disponibile all'indirizzo https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/qanda_23_2869.

124 La Commissione europea, inoltre, ha di recente attivato anche un *Influencer Legal Hub*, rivolto a tutte le categorie di *influencer*, contenente: corsi di formazione video, memorie legali, normativa europea, casi decisi dalla Corte di giustizia dell'Unione europea, link delle autorità nazionali competenti per la tutela dei consumatori ed una libreria di risorse sviluppate in collaborazione con esperti accademici. Attraverso tale *hub*, gli *influencer* possono consultare agevolmente la normativa vigente in materia. Per ulteriori dettagli, si veda EUROPEAN COMMISSION, *Daily News del 17/10/2023* ed il sito istituzionale della Commissione europea all'indirizzo https://commission.europa.eu/live-work-travel-eu/consumer-rights-and-complaints/influencer-legal-hub_en.

delle previsioni contenute nel Regolamento sugli Abusi di Mercato espone il trasgressore a sanzioni pecuniarie e altre possibili azioni da parte delle autorità nazionali competenti¹²⁵.

Nel corso degli anni più recenti, in ambito europeo diverse autorità nazionali hanno posto in essere attività aventi ad oggetto la materia qui discussa.

In Spagna, il regio decreto-legge 5 del 12 marzo 2021 ha introdotto l'articolo 240 bis nella *Ley del Mercado de Valores* (LMV) al fine di rafforzare il quadro giuridico per la protezione dei cittadini e degli investitori in riferimento alla pubblicità di nuovi strumenti finanziari digitali. Più in dettaglio, il menzionato articolo conferisce alla Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) il potere di sottoporre a controllo amministrativo la pubblicità di *cripto-asset* e di altri beni e strumenti che non sono regolamentati nella LMV e che sono offerti come proposte di investimento¹²⁶.

In applicazione delle menzionate previsioni normative, il 17 gennaio 2022 l'Autorità spagnola ha emanato la "Circular 1/2022". L'obiettivo della circolare è disciplinare le modalità attraverso cui sono svolte le attività pubblicità aventi ad oggetto i *cripto-asset*, affinché le campagne siano trasparenti e non ingannevoli. Al riguardo, la circolare introduce specifici requisiti, delineando chiaramente le responsabilità dei fornitori di servizi aventi ad oggetto *cripto-asset* e dei fornitori di servizi pubblicitari¹²⁷.

La CNVM ha peraltro reso noto, in un'ulteriore comunicazione dell'ottobre 2022, di aver identificato alcuni *fin-influencer* la cui attività pubblicitaria potrebbe non essere in linea con la normativa vigente. Nella comunicazione, l'Autorità ha chiarito che intende contattare questi ultimi per richiedere loro alcuni chiarimenti sulle attività realizzate, con l'obiettivo di assicurare che le raccomandazioni di investimento siano presentate in maniera trasparente e oggettiva, evidenziando eventuali conflitti di interesse¹²⁸.

125 ESMA, *ESMA's Statement on Investment Recommendations on Social Media*, 70-154-2780, 28 ottobre 2021, in https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-154-2780_esmas_statement_on_investment_recommendations_on_social_media.pdf, 2021d.

126 Boletín Oficial Del Estado, I. Disposiciones Generales, 666, num. 14, Sez. I, pag. 4106, 17 gennaio 2022.

127 La circolare enfatizza la necessità di regolamentare la pubblicità delle *cripto-asset* per proteggere gli investitori, in particolare quelli al dettaglio, dai rischi legati alla volatilità, alla complessità ed alla potenziale mancanza di liquidità di tale tipologia di asset.

La Circolare prevede che i messaggi pubblicitari vengano accompagnati da specifiche avvertenze sui rischi. Le campagne pubblicitarie di ampia portata (rivolte a più di 100.000 risparmiatori), poi, vanno comunicate preventivamente alla CNMV; le campagne pubblicitarie non ad ampia portata sono comunque soggette alla supervisione della CNMV, sebbene non sia prevista una comunicazione preventiva. Gli allegati alla Circolare, infine, contengono i principi ed i criteri generali a cui la pubblicità deve conformarsi, nonché il contenuto minimo delle informazioni sulla natura e sui rischi da fornire ai potenziali investitori in *cripto-asset*. Per ulteriori dettagli si veda Boletín Oficial Del Estado, I. Disposiciones Generales, 666, num. 14, Sez. I, pag. 4106 e CNVM, *Nueva circular de la CNVM de publicidad sobre criptoactivos presentados como objeto de inversión*, 17 gennaio 2022, in <https://www.cnmsi.vedaes/web/services/verdocumento/ver?t=%7b67a4f7e8-49b7-42ec-8328-f8f4b2004cd8%7d>, 2022a.

128 Per ulteriori dettagli si veda CNVM, *Nota de prensa: la CNMV detecta algunos influencers que podrían estar difundiendo recomendaciones de inversión sin cumplir integralmente con la normativa*, 24 ottobre 2022, in <https://www.cnmsi.vedaes/portal/verDoc.axd?t=%7Bd6e36d88-f319-4671-98ca-fa8f1cecc112%7D>, 2022b.

In Francia, l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) e l'Autorité de Régulation Professionnelle de la Publicité (ARPP) hanno organizzato, congiuntamente, uno specifico modulo di formazione per gli *influencer* operanti nel settore finanziario volto al conseguimento del "*Responsible Influence Certificate in Finance*"; l'obiettivo del modulo è contribuire a professionalizzare l'attività dei *fin-influencer* e sottoporla a specifica regolamentazione. L'ARPP si occupa poi di monitorare nel continuo l'operato dei creatori di contenuti certificati e può revocare la certificazione conseguita in caso di mancato rispetto delle disposizioni normative¹²⁹.

Altre autorità di vigilanza stanno realizzando specifiche attività informative a favore dei piccoli investitori. L'Autorità tedesca BaFin, ad esempio, ha pubblicato nel proprio sito istituzionale una breve guida rivolta ai piccoli investitori, in cui fa presente che nei *social network* si può incappare in sedicenti esperti che, pur non disponendo delle conoscenze e competenze necessarie, dispensano comunque consigli su temi finanziari¹³⁰.

In Italia, CONSOB ha progressivamente intensificato l'attività di vigilanza in riferimento alle ricerche diffuse tramite siti *web*, *chat*, *forum* e *social media*¹³¹ e ha partecipato a una specifica ricognizione effettuata dall'ESMA¹³².

L'Autorità italiana ha poi posto in essere mirate attività di educazione finanziaria e ha previsto una sezione del proprio sito *web* – denominata "Occhio alle

129 Più in dettaglio, il modulo riguarda: i prodotti di investimento (quali azioni, obbligazioni, Etf, fondi, derivati); le tipologie di servizi offerti (consulenza in materia di investimenti, gestione del portafoglio, ricezione e trasmissione degli ordini); le raccomandazioni di *trading* ed investimento; le modalità attraverso cui verificare le autorizzazioni ad operare e gli aspetti salienti di *cripto-asset*, dei fornitori di servizi di *asset* digitali (DASP), e di altre tipologie di *asset* (investimenti in beni materiali come foreste, vino, ecc.) o *crowdfunding*. Nel modulo le due Autorità chiariscono inoltre quali regole occorre osservare quando si comunica un'offerta di investimento, specificando per quali prodotti e servizi la pubblicità non è consentita (come, ad esempio, contratti ad alto rischio di perdita – quali le opzioni binarie ed alcuni CFD sul Forex).

Il certificato può essere ottenuto, in aggiunta al certificato generale, superando uno specifico test. Per ulteriori dettagli, si veda AMF, *The AMF and the ARPP launch the Responsible Influence Certificate in Finance*, 2023, in <https://www.amf-france.org/en/news-publications/news-releases/amf-news-releases/amf-and-arpp-launch-responsible-influence-certificate-finance>.

130 BaFin, in particolare, offre alcuni consigli, tra cui: informarsi sulle truffe più ricorrenti sui *social media*; verificare il background e l'esperienza maturata dal *fin-influencer*; non dare eccessivo credito ad indici di gradimento alti, poiché possono essere agevolmente artefatti; approfondire i rischi del prodotto suggerito, soprattutto se i rendimenti promessi sono elevati; diffidare da richieste di azioni immediate, poiché spesso sono volte a far prendere decisioni di investimento avventate. BAFIN, *op. cit.*, 2023.

131 In proposito, nel corso del 2022 l'Autorità ha realizzato «un'analisi su 28 canali di diffusione innovativi, con l'obiettivo di verificare la divulgazione di informazioni e valutazioni per le quali i relativi contenuti potessero costituire raccomandazioni di investimento; il monitoraggio ha avuto ad oggetto siti *web* e *forum* caratterizzati da maggiori criticità in merito a profili di *fair presentation* e *disclosure* dei conflitti di interessi ed eventuali casi di abuso di mercato». CONSOB, *Relazione annuale 2022, 2023*, p. 23, in <https://www.consob.it/documents/11973/2262376/ra2022.pdf/a7e2db0b-66d1-ce20-0113-a001e3959d5b?t=1686059448060>.

132 Tale ricognizione era volta a «favorire la condivisione di esperienze e prassi di vigilanza e di enforcement sulle modalità e sugli strumenti con cui le autorità nazionali svolgono attività di vigilanza su *social media* ed altri canali *online*, con riferimento sia alle raccomandazioni di investimento sia all'individuazione di possibili abusi di mercato». CONSOB, *op. cit.*, p. 23.

La cooperazione con altre autorità europee viene considerata dall'Autorità italiana «fondamentale per interventi di vigilanza riguardanti attività abusive di natura internazionale». CONSOB, inoltre, coopera con omologhe autorità estere in relazione alle fattispecie che presentano maggiore diffusione sui temi inerenti la finanza digitalizzata. CONSOB, *op. cit.*, p. 59.

truffe"¹³³ –, in cui è contenuta una serie di informazioni tese a innalzare la consapevolezza e la capacità dei risparmiatori di riconoscere e sottrarsi a iniziative abusive, che, spesso, sono anche attività truffaldine¹³⁴.

La materia è stata peraltro recentemente interessata da alcune misure. La legge n. 21 del 2024 ha introdotto alcune rilevanti innovazioni volte al contrasto dell'attività pubblicitaria posta in essere da soggetti non autorizzati. In maggiore dettaglio, il comma 1 dell'articolo 22 ha introdotto il comma 1-*bis* all'articolo 7-*octies* del Tuf, sulla base del quale la CONSOB può vietare lo svolgimento delle campagne pubblicitarie condotte tramite la rete *Internet* o ogni altro mezzo di comunicazione quando hanno ad oggetto, direttamente o indirettamente, servizi e attività di investimento prestati da soggetti non abilitati.

Il comma 2 dell'articolo 22, poi, ha introdotto il comma 2-*quaterdecies* all'articolo 36 del decreto-legge n. 34 del 2019 – convertito, con modificazioni, dalla legge n. 58 del 2019 –, che prevede che la CONSOB possa ordinare la rimozione delle campagne pubblicitarie condotte attraverso le reti telematiche o di telecomunicazione, aventi ad oggetto servizi o attività di investimento prestati da chi non vi è abilitato.

Molteplici iniziative sono in corso anche al di fuori del perimetro unionale. Nel dicembre 2022, la SEC ha accusato otto *fin-influencer* di frode e manipolazione del mercato azionario su Twitter e Discord¹³⁵ per aver incoraggiato i loro *follower* ad acquistare alcuni titoli: la SEC ha riscontrato che i *fin-influencer* avevano, in un primo momento, acquistato i titoli oggetto di consigli; una volta che, anche grazie alla loro attività promozionale realizzata tramite *social network*, gli acquisti di tali titoli erano aumentati – e, conseguentemente, i prezzi erano saliti –, tali soggetti avevano quindi venduto i titoli promossi, realizzando un cospicuo profitto¹³⁶.

133 La sezione è reperibile all'indirizzo <https://consob.it/web/area-pubblica/occhio-alle-truffe>.

134 CONSOB, *op. cit.*, p. 59.

135 Discord è una piattaforma di comunicazione *online*, progettata inizialmente per facilitare la comunicazione tra videogiocatori. Nel tempo Discord ha progressivamente ampliato le funzionalità offerte ed oggi è un vero e proprio *social network*. Per ulteriori dettagli si veda <https://support.discord.com/hc/it/articles/360045138571-Discord-Guida-per-iniziare>.

136 Secondo il capo dell'Unità Abusi di Mercato della SEC Enforcement Division, «*the defendants used social media to amass a large following of novice investors and then took advantage of their followers by repeatedly feeding them a steady diet of misinformation, which resulted in fraudulent profits of approximately \$100 million*». SEC, *Charges Eight Social Media Influencers in \$100 Million Stock Manipulation Scheme Promoted on Discord and Twitter*, in <https://www.sec.gov/news/press-release/2022-221>, 2022b.

1 Raccolta e circolazione delle informazioni al tempo delle app e dei *social forum*

Come ci ricorda Alessandro Baricco¹³⁷ in un libro che prova a leggere l'invasione della tecnologia nelle nostre vite: «*La dico in modo brutale: per ragioni storiche e per così dire darwiniane, da un certo punto in poi (dall'iPhone in poi, se dovessi azzardare una data), nulla ha più avuto serie possibilità di sopravvivenza se non aveva nel suo DNA il patrimonio genetico dei videogame...*». Baricco poi ricorda i principali caratteri del videogioco: *design* piacevole, struttura riconducibile allo schema elementare problema/soluzione ripetuto più volte, aumento progressivo delle difficoltà di gioco, fruibilità immediata senza preamboli, rassicurante esibizione del punteggio ogni *tot* passaggi¹³⁸.

La storia di GameStop non ha solo il nome in comune con quanto narrato nel libro di Baricco: la dinamica dei fatti e i comportamenti dei protagonisti di questa vicenda del mercato finanziario si spiegano alla luce proprio della dimensione di gioco con cui le grandi compagnie della Silicon Valley hanno riorganizzato le relazioni interpersonali. Strategica la rimodulazione dei programmi informatici con l'uso delle *app*, ossia programmi molto più *pop* di *Word* e figli dei videogiochi, non nati per computer, ma che si possono usare cliccando una icona che abbiamo sul cellulare, oramai prolungamento del nostro braccio.

Come ricordato nel paragrafo 4 del capitolo 1, la clamorosa ascesa del prezzo delle azioni di GameStop, un venditore di videogiochi in difficoltà con oltre 4.000 negozi in tutta l'America, passato da pochi dollari a inizio 2020 a un picco di oltre 350 dollari il 27 gennaio, sembra proprio uno scenario da *videogame*: la società, valutata meno di 200 milioni di dollari in gennaio ha registrato un valore di 24 miliardi di dollari nell'aprile del 2020. La storia inizia nel mondo reale: ad agosto del 2020 Ryan Cohen, l'ex capo di Chewy, un negozio di cibo per animali *online*, ha iniziato ad accumulare un rilevante numero di azioni della società GameStop. A novembre, Cohen inizia a partecipare attivamente alla vita societaria e scrive al consiglio di amministrazione di GameStop per sollecitarlo a investire nell'*e-commerce*. Il consiglio di amministrazione apprezza le sue proposte e gli offre un posto nel *board*. Anche agli investitori è piaciuto

137 A. BARICCO, *The Game*, Einaudi – La Repubblica, Roma, 2018.

138 *Ivi*, p. 150.

il suo attivismo. Entro l'11 gennaio 2021, il suo primo giorno come membro del consiglio, la quota del 12,9% delle azioni della società era raddoppiata di valore.

Il resto della storia, che ha trasformato Cohen in un miliardario dall'oggi al domani, avviene sui *social* e *online*: la frenetica corsa agli acquisti da parte degli utenti di *r/wallstreetbets*, un *forum* della piattaforma Reddit che ha più di nove milioni di *follower*. L'enorme crescita delle azioni di GameStop è cominciata a gennaio 2021 ed è avvenuta grazie a investitori amatoriali che si sono organizzati su Reddit con *meme*, emoji, dirette sulla piattaforma di *streaming* Discord e in generale con un atteggiamento più simile a quello dei *troll* di *Internet* che a quello degli investitori finanziari. In questi *forum online*, le persone si identificano con in nomi di "*monkeys*", "*apes*" o "*degenerates*", così mostrando consapevolezza della loro mancanza di esperienza in materia finanziaria. L'uso dei *meme* per le interazioni, inoltre, rafforza l'idea che i partecipanti alla discussione cerchino il divertimento piuttosto che una discussione su aspetti tecnico-finanziari che possa essere utile per scommettere sul valore di un titolo. In realtà, nonostante il generale atteggiamento da *troll*, molti osservatori concordano sul fatto che su *r/wallstreetbets* circolano spesso analisi finanziarie sofisticate, e molti investitori non professionisti hanno cominciato a frequentare il canale per ottenere consigli e condividere impressioni.

Le ragioni di questa corsa all'investimento sono più difficili da analizzare e lo faremo nel prossimo paragrafo con l'ausilio degli studi di finanza comportamentale.

Un'altra componente strategica dei fatti legati al rialzo dei titoli è stato l'uso di una *app* di *free trading*, perché esente da commissioni, quale è Robinhood, che ha consentito un facile accesso alle tradizionali piattaforme dei mercati finanziari a numerosi "*first-time traders*", la maggior parte fra i 20 e i 30 anni¹³⁹. Secondo gli autori l'accesso alla *app*, come l'intensità delle discussioni su Reddit, sono spiegabili anche alla luce della pandemia di COVID-19 che ha costretto a casa molte persone, in tutti paesi, inclusi gli USA. Le persone hanno usato questi canali per continuare a partecipare a quanto avveniva nel mondo. Robinhood è stata creata nel 2013 da due laureati a Stanford, Vladimir Tenev e Baiju Bhatt: i due decisero di creare una *app* capace di cambiare i mercati finanziari dopo aver assistito alle proteste di *Occupy Wall Street* nel 2011. Robinhood è stata la prima piattaforma a eliminare le commissioni per la compravendita di azioni, previste di norma quando si accede ai mercati finanziari con un ordine a un *broker*. Altro elemento accattivante per i giovani, che non dispongono di molta liquidità per investimenti, è la mancanza di un deposito minimo obbligatorio per usare la *app*; inoltre, si possono anche comprare frazioni di azioni e fare così transazioni piccolissime, da pochi dollari.

L'*app* statunitense Robinhood è la più famosa tra i servizi finanziari, ma secondo il *Wall Street Journal*, nel 2020 sono stati aperti 10 milioni di nuovi account di brokeraggio, e gli investitori non professionisti ormai generano un quarto di tutti gli

139 S. KERCKHOVEN e S. O'DUBHAILL, *Gamestop: How online "degenerates" took on hedge funds*, in *Exchanges* 2021 8(3), in *Game Stop: How online 'Degenerates' Took on Gamestop* by Sven Van Kerckhoven, Sean O'Dubhghaill, 2021, pp. 45-54.

scambi sul mercato finanziario americano, anche grazie a nuove *app* che rendono molto facile operare in borsa, come Robinhood.

I fatti ora descritti ricordano la storia narrata da Baricco nel libro *The Game* su come l'utilizzo del mondo digitale da parte di Obama sia in grado di spiegare la sua vittoria alle presidenziali il 4 novembre 2008. «Il cuore di tutto era il suo sito *web*. Si chiamava *MYBO* e in poco tempo costruì una cosa che non era un partito, non era una campagna elettorale, non era una organizzazione: una enorme comunità di persone che condividevano un sogno, quello di Obama presidente degli Stati Uniti, e adesso disponevano di *tool* molto semplici per trovarsi, riconoscersi, scambiarsi informazioni e dare una mano. Nel sito, per dire, c'erano ventimila gruppi: sceglievi uno che ti piaceva (ce ne erano di ballerini di tango, di mamme single, e così via) ed entravi in una piccola comunità di gente come te. Se ti andava di dare una mano il sito ti forniva elenchi di elettori che vivevano dalle tue parti [...] C'era anche una parte del sito dedicata al *fund raising*: [...] praticamente diventavi uno che raccoglievi soldi per la campagna di Obama, ti stabilivi un obiettivo, per dire 10.000 dollari, e poi iniziavi a martellare amici e conoscenti. Un grazioso termometro indicava a che punto della tua missione eri arrivato», proprio come in un *videogame*. L'inventore di tutto questo si chiamava Chris Hughes, uno dei quattro fondatori di *Facebook*. In questa vicenda, il mondo digitale si è limitato a offrire dei *tool*, lasciando che Obama scegliesse i contenuti nella tradizione del partito democratico.

Il *Game* quindi non è fatto di idee, ma di *tool*. Certo però i *tool* digitali hanno messo motori potentissimi dentro carrozzerie non abbastanza solide da controllarle¹⁴⁰, come dimostrano le discussioni su Reddit e la valanga di acquisti di azioni su Robinhood nel caso GameStop. Certamente, si potrebbe ritenere che siamo di fronte a un segnale di democratizzazione di un settore a cui è molto difficile accedere e che è da sempre dominato da professionisti. In realtà, questo meccanismo potrebbe anche condurre a una degenerazione che, mettendo strumenti finanziari troppo potenti in mano a investitori inesperti, può provocare danni anche gravi, non solo ai singoli investitori che possono perdere i loro soldi, ma anche alla fiducia dei risparmiatori nel suo complesso sulla correttezza del funzionamento dei mercati finanziari (il punto, già delineato nel paragrafo 3 del capitolo 1, è poi approfondito nel successivo paragrafo 3). Si tratta di una questione aperta. Il punto cruciale per valutare queste novità come positive o negative per l'economia, ma più in generale per gli obiettivi di benessere sociale che la tradizionale letteratura dei mercati finanziari assegna alle regole pubbliche sui mercati finanziari¹⁴¹ riguarda la qualità e l'attendibilità delle informazioni che circolano sui *social* e che poi costituiscono la base per cliccare i bottoni su una *app*, come Robinhood.

Per comprendere come i *tool* siano meccanismi in grado di tramettere in poco tempo informazioni facili da distorcere è utile ricordare un altro esempio contenuto nel libro di Baricco. Si tratta della vicenda del libro di Valérie Trierweiler, compagna di Hollande presidente della Repubblica francese nel 2014, in cui l'autrice rivela particolari legati alla loro separazione. Una libreria indipendente in Bretagna, nei giorni

140 A. BARICCO, *The Game*, cit., pp. 216-217.

141 La letteratura è molto vasta: si veda per tutti R. COSTI, L. ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, Cedam, Padova, 2004, pp. 1-5.

dell'annuncio della pubblicazione del libro, appese un cartello con su scritto: «Non abbiamo il libro della Trierweleir», con un'emoticon di una faccina sorridente e lo diffuse sulla sua pagina web. In pochi giorni sui *social* seguirono molti altri librai che scrivevano cartelli, come «Non abbiamo il libro della Trierweleir...in compenso abbiamo Balzac, Proust ecc...» e altri ancora che facevano capire di non voler vendere un libro di pettegolezzi. Insomma, da un annuncio con "faccina" nasce una rivolta di piccoli negozi indipendenti nei confronti della grande distribuzione, come *Amazon*, che vendeva il libro. Quando un giornalista intervistò il primo libraio, che aveva dato vita alla rivolta, scopre che quest'ultimo aveva scritto e pubblicato sui *social* il cartello solo perché il libro non gli era ancora arrivato e voleva rispondere ai tanti clienti che glielo chiedevano, ma che se ne avesse avuto la disponibilità, sarebbe stato contento di venderlo.

I *tool* digitali, le *app*, i *social forum* come *r/wallstreetbets* su Reddit consentono di mobilitare un enorme numero di persone e favorire azioni collettive di grande impatto nel mondo reale, grazie all'accattivante *design* delle *app*, alla facilità di accesso, tramite cellulare, alla componente ludica, ossia del gioco, che attira l'attenzione delle persone e grazie alla componente della sfida, le cattura nel meccanismo. I contenuti del gioco o l'obiettivo possono essere rilevanti o irrilevanti per la partecipazione nel gioco, ma soprattutto non richiedono che si tratti di cose che hanno a che fare con la verità.

Quest'ultima considerazione ci induce a riflettere sulle possibili distorsioni create dal *Game* che di per sé, al pari della televisione, o di altre innovazioni tecnologiche è uno strumento neutrale. Una domanda appare cruciale: se sui *social* si raccontano delle storie e non si pubblicizzano i fatti, come si può conciliare il corretto funzionamento dei mercati finanziari con la vita sui *social* che si sta sempre più diffondendo nella platea dei giovani e dei meno giovani?

2 Se i *social forum* sono utilizzati da un soggetto che ha potere di mercato

L'utilizzo dei *social forum* da parte di un soggetto che ha potere di mercato amplifica il problema delle possibili distorsioni nel corretto funzionamento dei mercati create dalla connessione fra investimenti azionari e *social media* evidenziata nel caso GameStop. Un esempio importante al riguardo è la vicenda *Elon Mask - Twitter*, avvenuta nel 2022. Non è un caso che l'*Economist* (23 aprile 2022) ha commentato l'acquisto del *social media* da parte dell'imprenditore un «GameStop per i *gazillionaires*». «*Like last year's craze for the American games retailer ("Gamestonk!!" as Mr Musk called it), he promotes the idea that the normal rules of investment do not apply. He paints stewards of fair play—regulators and boards—as pettifogging enemies of progress. And he idealises surreal narratives over economic facts. Such mischief-making has hitherto mostly been confined to the fringes of finance. In his pursuit of Twitter, Mr Musk is taking it into the mainstream*». L'articolo illustrava bene come *Musk* avesse venduto la storia di sé stesso come salvatore della libertà di parola, mentre i fatti raccontavano qualcosa di diverso. Prima che *Musk* rivelasse una partecipazione superiore al 9% il 4 aprile

2022, la piattaforma dei *social media* aveva introiti pubblicitari non molto elevati. Dopo le "rivelazioni" di Musk, il *trading* di opzioni è aumentato, così come la discussione su *Twitter*, su *forum* come *WallStreetBets* di Reddit. L'*Economist* ancora commentava «potrebbe essere solo un divertimento innocuo, ma non è così». In un momento in cui le fortune si vincono e si perdono sulla «scorta di storie», quelle guidate da narrazioni discusse su *forum* come *Twitter* – che oggi dopo la vincente operazioni di acquisto si chiama X – l'idea che Musk controlli uno dei mezzi di comunicazione più potenti al mondo fa molta paura. Musk non è certo un *followers* provveduto, anzi è molto consapevole della potenza della piattaforma. Quando Musk ha acquistato *Twitter* questo aveva 82,6 milioni di *follower*, molti dei quali avevano contribuito ad amplificare i *tweet* di Musk che promuovevano la *Tesla*, rendendo il sito a tutti gli effetti un potente strumento di *marketing* dell'azienda.

La mancanza di sensibilità di Musk per le regole di trasparenza e correttezza era già stata chiara quando la SEC gli ha imposto di pagare 40 milioni di dollari per un *tweet* in cui diffondeva notizie poco attendibili sul futuro della sua società di auto elettriche. Le sue tattiche violano chiaramente il principio che i mercati hanno bisogno di informazioni affidabili per funzionare correttamente. Alimentando il gioco di indovinelli sulle sue intenzioni, Musk ha twittato un riferimento a «*Love Me Tender*» di Elvis Presley, sottintendendo – almeno per coloro che sono dotati di intuizione da *meme* – che avrebbe potuto tentare di lanciare un'offerta pubblica a tutti gli azionisti.

3 Cosa ci suggerisce l'economia comportamentale su come leggere questi fenomeni quando hanno a che fare con scelte di consumo o investimento

3.1 Lotta di classe, intenti speculativi e azione collettiva

Alcuni "abitanti" del *forum r/wallstreetbets* indicavano fra le ragioni fondamentali per scommettere sulla crescita del valore delle azioni di GameStop, il coinvolgimento nella gestione del signor Cohen. Si tratta di una strategia tradizionale dell'investitore razionale in un mercato che funziona correttamente e disciplina l'azione del management. Ricordiamo l'attivismo del piccolo azionista Cohen che scrive al consiglio di amministrazione di GameStop per sollecitarlo a investire nell'*e-commerce* e il consiglio che gli offre un posto da amministratore; il valore del suo investimento cresce, secondo la teoria tradizionale per cui il valore delle azioni di una società gestita meglio che in passato può crescere, specie se il mercato si accorge di questo cambiamento positivo.

In realtà sul *forum* moltissime voci invitavano a investire nelle azioni della società per attaccare gli investitori dell'*establishment*, che stavano giocando al ribasso sui titoli di questa società. GameStop era diventato un bersaglio di venditori allo scoperto, che prendono in prestito azioni, le vendono e poi le riacquistano, idealmente a un prezzo più conveniente. Queste sembrano le ragioni di una "lotta di classe": piccoli investitori contro grandi speculatori, piccoli contro l'*establishment*, a prescindere da

motivazioni di profitto. A dimostrazione di quest'approccio un *post* su Reddit era diventato molto famoso al tempo della battaglia di GameStop: «*GME Squeeze and the demise of Melvin Capital*»¹⁴², dove era chiaro che la battaglia era stata posta in essere in maniera pianificata per "abbattere" Melvin Capital, un *hedge fund* molto attivo. Inoltre, un video divenuto virale che ha galvanizzato molti investitori su Reddit, ha come protagonista Keith Gill, un analista finanziario, con il nome utente su Reddit di *DeepFuckingValue*, che in una udienza della *House Committee on Financial Services* del Congresso statunitense dal titolo: «*Game Stopped? Who wins and who loses when short sellers, social media and retail investors collides?*» parla delle difficoltà per un giovane a trovare lavoro nel 2009, anno in cui lui si era laureato, proprio a causa della crisi finanziaria che lui imputava in larga parte proprio alla speculazione a cui gli *short seller* avevano dato luogo¹⁴³. Sempre Gill in questa udienza sottolinea il contrasto fra "il dibattito pubblico" che avviene su *forum* come Reddit alle discussioni "tecniche" fra pochi esperti "addetti ai lavori".

Ma gli investitori al dettaglio volevano che gli speculatori perdessero denaro oppure hanno fatto un ragionamento a loro volta speculativo? Questo non è chiaro, ma il fatto riscontrabile *ex post* è che qualsiasi fosse la ragione che avesse spinto i sostenitori di GameStop è risultata una strategia vincente perché l'uso dei *social* ha consentito di battere anche il tradizionale problema dell'azione collettiva.

Il caso GameStop ha dimostrato che i *social media* hanno avuto una capacità trainante in grado di superare un ostacolo che di norma rende un insuccesso una strategia di più investitori tesa a far innalzare in maniera stabile il prezzo di un titolo. Perché l'azione come quella dei *follower* abbia successo, infatti, è necessario che gli acquirenti i titoli abbiano la capacità di comprare per favorire il rialzo dei prezzi, ma anche di conservare nel portafoglio i titoli per un tempo sufficiente lungo per realizzare l'obiettivo di far perdere soldi agli speculatori al ribasso. In realtà la letteratura tradizionale sulla razionalità degli individui ci racconta che nel momento in cui il prezzo del titolo cresce, gli acquirenti hanno un incentivo a vendere per capitalizzare il guadagno. Mantenere a lungo nel portafoglio dei titoli il cui prezzo è cresciuto di più di 20 volte quello di acquisto non corrisponde a come si comporterebbe un investitore razionale. I *meme* hanno favorito questa azione collettiva e non a caso i *follower* su Reddit sono stati definiti un "esercito" perché non hanno seguito comportamenti di razionalità individuale, ma hanno conseguito una azione collettiva, pur in assenza di un ordine gerarchico¹⁴⁴.

3.2 I bias cognitivi ai tempi dei *social*

La criticità del paradigma delle aspettative razionali degli investitori è stato messo in discussione molto tempo prima dell'avvento delle *app* e dei *social* dagli studi

¹⁴² S. KECKHOVEN, S. O'DUBHGHAILL, *op. cit.*, p. 48.

¹⁴³ *Ivi*, p. 49.

¹⁴⁴ R. HART, *The Silver squeeze: Redditors dividend and silver value soars as online traders switch to commodities*, in *Forbes* 1 febbraio 2021, in "The Silver Squeeze": Redditors Divided And Silver Value Soars As Online Traders Switch Focus To Commodities (forbes.com).

di economia comportamentale. I padri di questa letteratura, Kahneman e Tversky¹⁴⁵ individuano una serie di "trappole cognitive" che condizionano le strategie decisionali degli individui e generano errori sistematici che li allontanano da comportamenti ispirati unicamente al principio della massimizzazione dell'utilità, con cui la tradizionale letteratura economica spiega il funzionamento dei mercati.

La lettura del libro di Francesco Vella su «Diritto ed economia comportamentale», che ricostruisce il dibattito con una visuale da giurista, ci aiuta a leggere il caso GameStop alla luce delle principali risultanze di questa letteratura¹⁴⁶. Esso contiene una disamina puntuale delle trappole cognitive, definite anche "euristiche", ossia "scorciatoie mentali" che inducono le persone a non valutare consapevolmente tutte le possibili opzioni e, in molti casi, possono dare luogo a veri e propri *bias* cognitivi¹⁴⁷. Fra queste, l'"euristica della disponibilità" ci sembra particolarmente atta a spiegare il comportamento dei frequentatori del *forum* Reddit r/wallstreetbet. Questa trappola cognitiva si produce quando un giudizio viene formulato su "informazioni immediatamente disponibili". Ad esempio Gerd Gigerenzer¹⁴⁸ rilevò che dopo i fatti tragici dell'11 settembre 2001, per un certo periodo di tempo molti cittadini americani, impressionati dalle immagini degli incidenti aerei, abbandonarono l'uso di quello che è considerato uno degli strumenti di viaggio più sicuri al mondo, certo più sicuro di quello delle auto su autostrade. Altro esempio, il rilievo che nella mente delle persone è stato dato ai pochi casi di conseguenze negative di coloro che si erano vaccinati contro il COVID-19, rispetto al fatto che si trattava di casi statisticamente irrilevanti¹⁴⁹. Un aspetto molto studiato da coloro che si sono occupati di economia comportamentale e che caratterizza certamente il caso GameStop è il "contagio comportamentale". Le decisioni di gruppo, se possono da un lato compensare le limitate risorse cognitive del singolo nella decisione di problemi complessi¹⁵⁰, dall'altro sono in grado di esporre il singolo al rischio di errori sistematici come quello del *group thinking*, quando la pressione del gruppo inibisce le espressioni dei singoli e favorisce posizioni acritiche e l'*informational cascade* in cui emergono atteggiamenti gregari (effetto gregge) ovvero anche la tirannia della media¹⁵¹.

145 D. KAHNEMAN, *Thinking, Fast and Slow*, London, Penguin, 2011, traduzione *pensieri lenti e veloci*, Milano, Mondadori, 2012.

146 Per un'analisi ricca e strutturata di questi studi F. VELLA, *Diritto ed economia comportamentale*, Il Mulino, Bologna, 2023.

147 F. VELLA, *op. cit.*, p. 28 e ss.

148 G. GIGERENZER, *Gut feelings. The intelligence of the Unconscious*, New York, Penguin, 2007. Traduzione *Decisioni intuitive. Quando si sceglie senza pensarci troppo*, Milano, Cortina, 2009.

149 Questi comportamenti possono essere letti anche come decisioni basate su *statement of opinion*, piuttosto che *statement of facts*, come sottolineato da P. LUCANTONI, *Mercato dei capitali, pandemia ed informazione al mercato: il dibattito sull'evoluzione della disciplina degli abusi di mercato*, in *Banca Borsa e tit. cred.*, n. 4 2022, p. 578.

150 D. MALAGUTI, *Fare squadra. Psicologia dei gruppi di lavoro*, Bologna, 2018; F. VELLA, *op. cit.*, p. 539.

151 M. SYED, *Rebel Ideas. The Power of Diverse Thinking*, Edinburgh, John Murray, 2019.

Gli studi di economia comportamentale ci fanno riflettere sul fatto che l'utilizzo dei *social media* può indurre a scelte che fanno leva su una componente emozionale ed emulativa del gruppo. La componente emozionale¹⁵² nelle scelte di investimento in particolare è stata oggetto di studi specifici, assistiti dalle scienze neurologiche, i quali dimostrano il rilievo che questi processi di elaborazione cognitiva hanno anche nello spiegare i comportamenti degli investitori¹⁵³. Questi sentimenti sono influenzati dalla diffusione di informazioni sui media tradizionali e, a maggior ragione, sui *social media*¹⁵⁴.

La lettura di questo dato, insieme a quello raccontato nel precedente paragrafo, ossia che sui *social* si raccontano delle storie e non dei fatti¹⁵⁵, amplifica i dubbi, già posti dagli studi di economia comportamentale, sulla crisi dell'idea della *efficient market hypothesis* (EMH)¹⁵⁶ alla base del funzionamento dei moderni mercati finanziari¹⁵⁷.

Alla luce di questa letteratura, brevemente riassunta, non ci sembra semplice rispondere alla domanda: il prezzo dei titoli negoziati nei mercati finanziari è idoneo a esprimere un giudizio sul valore dell'investimento nel mercato finanziario al tempo delle *app* e dei *social*? La disciplina a tutela degli investitori fino ad oggi è stata costruita sull'idea che si tratta di un soggetto che può essere privo delle informazioni necessarie per effettuare investimenti consapevoli del rischio assunto e ha strutturato le misure di protezione immaginando l'investitore "inconsapevole". Il caso GameStop peraltro ci mostra che anche questa categoria concettuale non è in grado di spiegare comportamenti frutto di un processo cognitivo determinato sulla base di paradigmi che si muovono sul filo dei *social*. In altri termini, quest'impianto regolamentare non considera il risparmiatore trascinato dalle "emozioni" che corrono sui *social*.

Nei prossimi paragrafi, quindi, si traccia il quadro delle tutele e dei possibili rimedi alla luce dell'impianto regolamentare vigente e delle sue possibili modifiche per adeguarlo a scelte che passano per il mondo dei *social*.

152 Una analisi del ruolo delle "emozioni" nelle scelte di investimento alla luce della principale letteratura scientifica è contenuta in G. LIACE, *Osservatorio – L'investitore irrazionale*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2020, pp. 966 ss. Il punto è approfondito anche in U. MORERA, *Giudicare i rapporti economici. profili cognitivi*, in *AGE*, 2018, 2, pp. 525 e ss.; R. MANNINO, *La tutela dell'investitore retail, tra "spinte gentili", strumenti di public enforcement e rimedi civilistici. Una realtà in continuo divenire*, in *Giust. Cisi veda*, 1, 2023, pp. 105 ss.; M. COSSU, *Dalle scelte di investimento dei Post-Millennials, e del difficile rapporto tra analfabetismo finanziario e finanza sostenibile*, in *Risi veda delle Soc.*, 5-6, 2021, pp. 1253 ss.

153 P. LEGRENZI, *Psicologia e Investimenti Finanziari: come la Finanza Comportamentale aiuta a capire le scelte di investimento*, LaFeltrinelli, Milano, 2006.

154 P.C. TETLOCK, *Giving Content to Investor Sentiment: The Role of Media in the StockMarket*, in *Journal of Finance*, 2007, 62 (3), pp. 1139 ss.

155 Le dichiarazioni sui *social* possono essere definite *statements of opinion*, piuttosto che *statements of facts*, come sottolineato da P. LUCANTONI, *Mercato dei capitali, pandemia e informazione al mercato* cit., pp. 578.

156 E.F. FAMA, *Efficient Capital Markets: A review of Theory and Empirical Work*, in *Journal of Finance*, 1970, 25, pp. 383 ss.

157 P. LUCANTONI, *Mercato dei capitali*, cit., p. 579 con riferimento al caso Gamestop, parla di tecnologia come «strumento di "olocrazia" e non certo di democrazia dei mercati finanziari», olocrazia intesa come predominio politico delle masse che fanno valere le proprie istanze con agitazioni di piazza imponendosi sul potere legittimo e sulla legge stessa.

Gamification e trading: profili di tutela dell'integrità del mercato e rimedi per gli investitori *retail*

(G. Sandrelli)

CAPITOLO TERZO

1 *Gamification e trading:* ragioni di attenzione per la regolamentazione

In precedenza (e specialmente nel paragrafo 2 del capitolo 1) si è offerta una descrizione delle pratiche di "engagement digitale" più comunemente utilizzate nel contesto della *gamification* degli investimenti finanziari. Ci si è altresì soffermati (paragrafo 7 del capitolo 1) sulla proliferazione dei cosiddetti *fin-influencer*, sull'attrazione che gli stessi esercitano sugli investitori *retail* e sull'importanza del loro ruolo rispetto alla circolazione delle informazioni finanziarie e delle "trading ideas".

In effetti, i gestori delle piattaforme di negoziazione virtuale le configurano in modo da ospitare commenti e reazioni di clienti che intendono condividere con gli altri investitori le loro esperienze e iniziative di *trading*. Ciò avviene in un contesto apparentemente "disintermediato" e mediante il ricorso a strumenti tipici del *social networking*, dove l'investitore ricava l'impressione di interagire con altri utenti al di fuori della tradizionale relazione bilaterale con un intermediario finanziario¹⁵⁸.

Questa interattività, da un lato, ha incoraggiato un inedito coordinamento tra investitori non professionali nelle iniziative di investimento su singoli titoli divenuti

158 I *fin-influencer* – oltre ad operare sui *social media* "generalisti" – sono approdati sulle stesse piattaforme dove il *trading* si sviluppa; al punto che oggi appare quasi impreciso riferirsi ad una "categoria *fin-influencer*" in modo unitario: essa è giunta a comprendere tanto celebrità provenienti dal mondo dell'imprenditoria e dello spettacolo (quindi *influencer* veri e propri), quanto *traders* (non sempre professionali) meno noti, che tuttavia hanno guadagnato una reputazione presso gruppi numerosi di piccoli investitori *followers*. Sulle diverse categorie di *fin-influencer* si veda soprattutto, nella letteratura giuridica, S. GUAN, *The Rise*, op. cit., p. 494 ss.; si veda anche N. AGGARWAL-D.B. VALDOVINOS-C. ODINET, *#Fintok and Financial Regulation*, in 54 *Ariz. St. L.J.*, p. 333 ss.

Per una analisi degli interventi di vigilanza (e, in limitati casi, normativi) sul tema della diffusione di opinioni e raccomandazioni in materia di investimento su *social network* e piattaforme di *trading*, si rinvia al cap. 1; *ivi* anche per riferimenti all'iniziativa della Commissione europea sui temi in esame nell'ambito della cosiddetto *Retail Investment Strategy*. A tale ultimo riguardo, va richiamato l'importante documento preparatorio dell'ESMA (il *Final report* citato alla nt. 6), che ha dedicato un'analisi specifica alle sfide della digitalizzazione, *gamification* e promozione di prodotti finanziari in rete, anche attraverso *social media* e *fin-influencer*. Le proposte della Commissione che sono scaturite da questo processo – e che si sostanziano nel disegno di *Direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica le direttive 2009/65/CE, 2009/138/CE, 2011/61/UE, 2014/65/UE e (UE) 2016/97 per quanto riguarda le norme dell'Unione a tutela degli investitori al dettaglio*, COM(2023) 279 final (cosiddetta "Direttiva Omnibus") – non contengono un'organica disciplina del fenomeno in questione, ma si limitano ad alcuni interventi più puntuali, che attengono alla disciplina del governo di prodotto ed alla responsabilizzazione di distributori che si avvalgono di *fin-influencer* per la commercializzazione di strumenti finanziari. Su tali profili si tornerà nel seguito del lavoro (si veda in particolare il successivo paragrafo 4.2 del capitolo 3). Per un primo ma completo commento alle misure contenute nella *Retail Investment Strategy*, si veda F. ANNUNZIATA, *Retail Investment Strategy. How to boost retail investors' participation in financial markets*, Policy Department for Economic, Scientific and Quality of Life Policies, Directorate-General for Internal Policies, PE 740.090, giugno 2023.

bersaglio di campagne attiviste (i cosiddetti *meme stock*: clamorosi, ma non isolati, sono stati i casi GameStop – di cui già si è detto – AMC, Hertz)¹⁵⁹; dall'altro, ha favorito l'emergere di *leader*, cioè di *traders* intorno ai quali si coagula il consenso di investitori *follower*, che privilegiano la sequela dei loro *fin-fluencer* rispetto ai canali informativi e di consulenza tradizionali. In parte, la interazione tra *leader* e *follower* interessa soltanto la dimensione informativa e imitativa: il pubblico segue le indicazioni degli investitori influenti ne imita l'operatività. In parte, tale interazione diviene parte di un servizio intermediato: sono gli stessi gestori delle piattaforme di *trading* a offrire ai loro clienti di poter replicare, nei loro portafogli di investimento, le operazioni dei loro beniamini.

I fenomeni descritti producono ricadute sistemiche. Per un verso, i prezzi degli strumenti finanziari quotati sono oggi determinati da un novero di variabili più ampio rispetto a quelle considerate nelle consuete analisi "sui fondamentali" e "tecnica": vengono in rilievo non solo istanze *ESG*, ma anche genericamente sociali o perfino estetiche o emozionali. Per altro verso, il *trading* dei non professionisti si coagula in "ondate" (*hypes*), il cui impatto di mercato è tale da indurre a dubitare del tradizionale assioma di irrilevanza del cosiddetto *noise trading* nei meccanismi di formazione dei prezzi¹⁶⁰.

Rispetto al sistema europeo delle regole sui mercati finanziari, vi sono due elementi di attenzione su cui ci concentreremo nel presente capitolo. Il primo interessa, a livello "macro", l'integrità del mercato: le nuove dinamiche di *trading* basate sull'"influenza" di singoli investitori appaiono particolarmente esposte a forme di manipolazione, spesso in forme inedite e non agevolmente inquadrabili nelle categorie già codificate di rimedi a tutela dell'integrità del mercato. Il secondo segnale riguarda il livello "micro" della *protezione del singolo investitore al dettaglio*: gli strumenti di protezione, radicati nella disciplina dei servizi di investimento, appaiono concentrati su un modello tradizionale e bilaterale intermediario-cliente, mentre le scelte di investimento *retail* scaturiscono da interazioni multilaterali, sui portali che gli stessi *brokers* gestiscono¹⁶¹.

Nell'indagare entrambi gli aspetti in una prospettiva di diritto europeo, ci concentreremo su due fenomeni tra loro collegati, che costituiscono una "cifra" dell'evoluzione sopra accennata: i) la diffusione di opinioni, raccomandazioni di investimento e *trading ideas* sui portali dedicati all'informazione finanziaria, talora collegati alle piattaforme di *trading*, e ii) l'imitazione degli investimenti altrui mediante il "servizio" di cosiddetto *copy trading*.

Quanto al primo aspetto, come già accennato nel paragrafo 7 del capitolo 1, la diffusione dei *fin-influencer* pone una sfida alla disciplina dell'informazione sul mer-

159 Sul coordinamento, si veda ad es. J.J. SCHULP, *GameStop and the Rise of Retail Trading*, in 41 *Cato J.*, 2022, pp. 514 s.; CHIU-M.A. YAHYA, *The Meme Stock Paradox*, in 3 *Corp. & Bus. L.J.*, 2022, pp. 64 ss. e *passim*; C.N. GRIFFIN, *Extrinsic Value*, in 75 *Ala. L.Rev.*, 2023, pp. 423 ss.; J.E. FISCH, *GameStop and the Reemergence of the Retail Investor*, in 102 *B.U. L. Resi veda*, 2022, pp. 1803 ss., S. GUAN, *Meme Investors and Retail Risk*, in 63 *B. C. L. Resi veda*, 2022, pp. 2061 ss. e *passim*.

160 Su queste ricadute sistemiche, si veda *infra*, par 2.

161 Nel capitolo successivo, invece, si affronteranno ulteriori profili di tutela degli investitori *retail*, che attengono al rapporto con le piattaforme digitali presso cui gli stessi concentrano la loro operatività.

cato finanziario e alla tutela degli investitori al dettaglio. Infatti, al di là dell'applicazione (peraltro incerta) del divieto di manipolazione del mercato nei casi più gravi, l'ordinaria interazione di tali soggetti con gli utenti in rete non è agevolmente riconducibile agli schemi della disciplina sui servizi di investimento, mentre le norme di comportamento a tutela dell'integrità del mercato (ad esempio in materia di raccomandazioni di investimento) si rivelano a nostro avviso non adeguate a soddisfare le esigenze di protezione.

Quanto al *copy trading*, esso è figlio degli anzidetti meccanismi di "influenza": gli utenti ricevono sul proprio *account* un "segnale" proveniente dai loro *traders* preferiti e hanno la possibilità di replicarne le operazioni impartendo un semplice ordine all'intermediario che gestisce il portale. Se si considera che i segnali di *trading* possono essere presentati al cliente secondo meccanismi algoritmici di profilazione, ne nasce la duplice questione della configurabilità di un servizio di investimento prestato vuoi dal *trader* "copiato" a favore dell'utente, vuoi dall'intermediario finanziario che gestisce i luoghi virtuali di scambio.

Come vedremo nel seguito del capitolo, i fenomeni in questione spingono a interrogarsi sulle strategie regolatorie utilizzate nella disciplina del mercato finanziario, nonché sul loro complessivo equilibrio. Se gli strumenti di repressione degli abusi di mercato non possono, per loro natura, che rivestire un ruolo di *extrema ratio* sanzionatoria, non è d'altra parte detto che gli strumenti di tutela fondati sul rapporto contrattuale bilaterale (come avviene per i servizi di investimento e specialmente per la consulenza) mantengano ancor oggi un'efficacia sufficiente a giustificarne una posizione di preminenza nel nostro sistema di regolazione. Vi è da allora chiedersi – ed è ciò che faremo nel corso del presente capitolo – se non debba oggi privilegiarsi l'adozione di presidi che operano, *ex ante*, sull'individuazione dei *target* di clienti ai quali viene offerta l'opportunità di investimento, differenziando a seconda delle tecniche con cui il cliente interagisce (o è indotto a interagire) con l'intermediario e la sua piattaforma: quindi, presidi di *governo del prodotto* – sulla scia di un filone già inaugurato dalla seconda Direttiva MiFID – ma anche, in una prospettiva nuova, di *governo del servizio*.

Il seguito del presente capitolo è organizzato nel modo seguente. Il paragrafo 2 si sofferma sugli impatti sistemici del *trading* non professionale basato su meccanismi di "influenza" e fornisce una ricognizione della letteratura formatasi a riguardo. Il paragrafo 3 opera una ricognizione della disciplina applicabile al fenomeno dei *fin-influencer* in ambito "macro" (disciplina degli abusi di mercato) e in ambito "micro" (tutela dei singoli investitori), e delinea talune possibili evoluzioni della disciplina. Il paragrafo 4 è dedicato al *copy trading* e, anche in questo caso, si procede a una descrizione del servizio e a un suo inquadramento alla luce della disciplina attuale; si tracciano, infine, alcune ipotesi di intervento e regolazione, tenendo conto del quadro della cosiddetta *Retail Investment Strategy* europea e della correlata proposta della cosiddetta Direttiva Omnibus.

2 Tendenze evolutive del *retail trading* e loro impatto sistemico

Secondo un postulato proprio della teoria tradizionale dell'informazione sui mercati finanziari, gli investitori non professionali sono disinformati¹⁶²: non solo non hanno accesso alle informazioni sui cosiddetti "fondamentali" degli emittenti, ma – a differenza di quanto avviene per gli investitori professionali – l'informazione neppure costituisce il motore delle loro scelte di investimento, che per lo più dipendono da istanze di personale pianificazione del risparmio o da atteggiamenti speculativi. In conseguenza di tale "irrelevanza informativa", si è radicato l'assunto che l'operatività degli investitori *retail* non abbia effetto sui prezzi dei titoli (si parla quindi di *noise trading*); o, se anche l'avesse, l'arbitraggio degli "*anti-noise traders*" lo neutralizzerebbe. Se ne deduce che gli scambi posti in essere dai piccoli investitori non influenzano il processo di *price discovery*¹⁶³.

Si sta diffondendo la convinzione che le nuove dinamiche del *retail trading* stiano alterando in profondità questi equilibri. Un primo fattore è quantitativo: si è accennato in premessa (e si tornerà al capitolo 4) alle *strutture commissionali* (*in primis*, ma non solo, il *pay-for-order flow*) che oggi caratterizzano l'offerta su alcuni portali di *online trading* e che, avendo reso pressoché gratuita l'operatività su tali piattaforme, hanno fortemente incoraggiato l'accesso agli scambi da parte degli investitori più piccoli e più giovani¹⁶⁴. Il *trading* non professionale, quindi, è cresciuto quantitativamente, anche prescindendo dalla parentesi della pandemia.

Un secondo fattore, qualitativo, riguarda l'evoluzione delle motivazioni che guidano le scelte di investimento degli investitori *retail*. Nella letteratura finanziaria, sono stati elaborati modelli che descrivono gli effetti dell'irruzione dei nuovi *traders* in un mercato dominato da investitori razionali che decidono sulla base dei "fondamentali" e investitori (sempre razionali) di breve o brevissimo termine che operano sulla base dell'analisi tecnica e dell'arbitraggio¹⁶⁵. Caratteristica dei nuovi *traders* è la tendenza verso una *polarizzazione* delle scelte di investimento, che accresce la rigidità dei

162 Per una illustrazione di questo assunto si veda M. FOX- L.R. GLOSTEN-G.SI VEDA RAUTERBERG, *The New Stock Market: Law, Economics, and Policy*, 2019, p. 62; S. GUAN, *Meme Investors*, op. cit., p. 2060.

163 FOX- L.R. GLOSTEN-G. RAUTERBERG, op. cit., p. 88.

164 Per una descrizione di questi modelli, si veda già, limitandosi alla sola letteratura giuridica, A. FERREL, *A Proposal for Solving the "Payment for Order Flow" Problem*, in 74 S. Cal. L. Res. veda, 2001, pp. 1027 ss.; M. FOX E AA., *The New Stock Market: Sense and Nonsense*, in 65 Duke L.J., 2015, pp. 261 ss.; e, recentemente, J.J. ANGEL, *GameStonk: What Happened and What to Do about It*, Georgetown McDonough School of Business Research Paper No. 3782195, 2021, pp. 34 ss.; J. FALLOWS TIERNEY, op. cit., pp. 384; D. AGGARWAL, A.H. CHOI, Y.A. LEE, *The Meme Stock Frenzy: Origins and Implications*, in 96 S. Cal. L. Res. veda, 2024, pp. 1387 ss., disponibile anche su https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4432824 (da cui si cita), pp. 6 ss. Nella letteratura specialistica (e per evidenze empiriche), si veda ex multis B. BARBER E AA., *Attention-Induced Trading, and Returns; Evidence from Robinhood Users*, in 77 J. Fin., 2022, pp. 3141 ss.; P.K. JAIN E AA., *Application of gamification in the banking sector: A systematic review*, Test & Engineering Management, 2023, n. 83, pp. 1 ss.

165 L.H. PEDERSEN, op. cit., pp. 146 ss.; I. GIANSTEFANI, L. LONGO, M. RICCABONI *The Echo Chamber Effect Resounds on Financial Markets: A Social Media Alert System for Meme Stocks*, 2022, in https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4053771, pp. 1 ss.; T. RENAULT, *Market Manipulation and Suspicious Stock Recommendations on Social Media*, 2018, disponibile su https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3010850, pp. 1 ss.

comportamenti e ne amplifica la portata attraverso dinamiche tipiche del *social networking*.

Nell'inglese degli studiosi di finanza, si è parlato di *leader* "fanatici" che perseguono con "ostinazione" scelte di investimento talora irrazionali se esaminate con i parametri di valutazione tradizionali¹⁶⁶. Il riferimento al "fanatismo" – che suggerisce una saldatura con fenomeni di più vasta portata sociale (la polarizzazione delle opinioni, appunto) – non va letto in senso dispregiativo, bensì piuttosto a indicare che i *driver* delle decisioni di investimento non si limitano alle prospettive economiche degli emittenti considerati (la tradizionale analisi dei flussi di cassa), ma abbracciano la politica, la protesta sociale, nonché motivazioni emozionali e perfino estetiche (si è parlato, in proposito, di *expressive trading*)¹⁶⁷. Quando, poi, il mercato viene raggiunto da un'informazione che, in base a criteri di stretta convenienza economica, suggerirebbe l'adozione di scelte diverse da quelle proclamate dai *leader* d'opinione (ad esempio, vendere anziché o continuare gli acquisti), gli investitori tendono a rimanere aderenti a queste ultime. La rilevanza empirica di questo fenomeno, nel quale hanno parte fondamentale le dinamiche di imitazione e coordinamento¹⁶⁸, è confermata da numerosi studi¹⁶⁹.

A proposito di questa tendenza possono esprimersi giudizi di valore diversi. Alcuni vi guardano benevolmente e, pur riconoscendo la dirompenza del fenomeno, ne evidenziano il contributo potenzialmente "disciplinante" in contrasto a pratiche di negoziazione che accrescono la rischiosità dei mercati finanziari, come quelle poste in essere dagli *hedge funds*¹⁷⁰. Anzi, secondo alcuni, la crescita dell'*online trading* sarebbe

166 I. GIANSTEFANI, L. LONGO, M. RICCABONI, *op. cit.*, p. 4.

167 J.P. ANDERSON, J. KIDD, G.A. MOCSARY, *Social Media, Securities Markets, and the Phenomenon of Expressive Trading*, in 25 *Lewis & Clark L. Resi* veda, 2022, pp. 1232 ss.; J. FISCH, *op. cit.*, pp. 1850 s. Per un quadro più generale su queste tendenze, si veda C.N. GRIFFIN, *op. cit.*, *passim*. Per vero, i *fin-influencer* non basano l'elaborazione delle loro opinioni unicamente sulla base di orientamenti culturali o preferenze personali, ma spesso anche in base al ritorno economico derivante dalla promozione di certi emittenti, titoli, *broker* o *trader*, oppure guardando alle scelte che consentono di massimizzare la loro popolarità: si veda sul punto S. GUAN, *The Rise*, *cit.*, pp. 524 ss.

168 Al riguardo, va rilevata l'importanza degli effetti "echo-chambers", tipici dei contesti *social* e del coordinamento fra i *traders*, secondo dinamiche *leader-followers*. Sul tema si veda, nella letteratura giuridica, I. CHIU, *Social Disruptions in Securities Markets – What Regulatory Response Do We Need?*, in 28 *Rich. J. L. & Tech.*, 2021, pp. 3 ss. e *passim*; S. GUAN, *Meme Investors*, *cit.*, pp. 2073 ss.; e, nella letteratura economica, gli autori *cit.* a nt. 165. Al contempo, va osservato che i servizi di investimento a più elevato valore aggiunto (consulenza, gestione di portafogli), che potrebbero condurre a scelte di investimento personalizzate e non condizionate da meccanismi imitativi, esercitano minore attrattività per i piccoli investitori e sono quindi meno "frequentati". C. DIM, *Should Retail Investors Listen to Social Media Analysts? Evidence from Text-Implied Beliefs*, 2021, in https://www.efmaefm.org/OEFMAMEETINGS/EFMA%20ANNUAL%20MEETINGS/2022-Rome/papers/EFMA%202022_stage-3032_question-Full%20Paper_id-32.pdf, pp. 1 ss.; C. LONG-B.M. LUCEY-L. YAROVAYA, *op. loc. cit.*, pp. 1 ss.; I. GIANSTEFANI, L. LONGO, M. RICCABONI, *op. cit.*, pp. 1 ss.

169 Si veda ad es. B. BARBER E AA., *op. cit.*, p. 3141 ss. (i quali utilizzano dati empirici raccolti sulla piattaforma Robinhood), S. DUZ TAN, O. TAS, *Social Media Sentiment in International Stock Returns and Trading Activity*, in 22 *J. Behavi. veda Fin.*, 2021, pp. 221 ss. (i quali analizzano l'effetto predittivo del *sentiment* su X-Twitter rispetto ai rendimenti azionari); R. JARROW, S. LI, *Media Trading Groups and Short Selling Manipulation*, 2021, disponibile su https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3804130, pp. 1 ss. (per un'analisi sugli effetti che le opinioni diffuse sulle *chatrooms* hanno sui prezzi di borsa); H. CHEN E AA., *Wisdom of Crowds: The Value of Stock Opinions Transmitted Through Social Media*, in 27 *Resi veda Fin. Stud.*, 2014, pp. 1367 ss. (i quali mettono in luce gli effetti dei *post* pubblicati su Seeking Alpha rispetto ai prezzi dei titoli); altri riferimenti in S. GUAN, *The Rise*, *cit.*, pp. 519 ss. È interessante osservare che gli effetti dell'*expressive trading* sui prezzi dei cosiddetta *meme stock* tendono ad essere duraturi (L.H. PEDERSEN, *op. cit.*, pp. 1097 ss.).

170 J.P. ANDERSON, J. KIDD, G.A. MOCSARY, *op. cit.*, pp. 1239 ss. Questa, con riferimento al mercato statunitense, la provocazione di J.R. MACEY, *op. cit.*, pp. 805 ss.

socialmente desiderabile, perché incoraggia la partecipazione dei piccoli investitori e contribuirebbe alla loro educazione finanziaria¹⁷¹, nonché al loro *engagement* rispetto al governo degli emittenti in cui essi investono, compensando il ruolo passivo degli *index funds* e dei fondi che sono "azionisti universali"¹⁷².

Dall'altra parte, vi è la visione scettica di chi pone in luce gli effetti negativi del "nuovo" *retail trading* sui processi di *price discovery*, sulla liquidità dei titoli e sulla funzione del mercato dei capitali per la corretta allocazione di risparmi e investimenti¹⁷³; ciò con il supporto di alcune evidenze empiriche¹⁷⁴.

In ogni caso, sarebbe frutto di una semplificazione eccessiva relegare le nuove forme di *retail trading* nella categoria del "rumore", perché il "rumore" della teoria tradizionale si contrappone a una decisione di investimento basata sull'informazione relativa ai fondamentali, mentre, oggi, a essere in crisi è proprio il nesso tra informazione, prezzo e valori fondamentali. Gli *expressive traders* agiscono in modo informato (anche se non secondo i parametri dell'analisi finanziaria tradizionale) e, a loro volta, generano informazione destinata a essere incorporata nei prezzi¹⁷⁵. Insomma, è ipotizzabile che, grazie all'evoluzione tecnologica che interessa il *trading "gamified"*, stia parzialmente mutando il paradigma dell'informazione sui mercati¹⁷⁶.

171 M. LEE, *How Gamification Could Take Investor Experiences to a New Level*, 2019, disponibile su www.ey.com, e A. BARBARINO, SEC's Peirce on Crypto Ambitions, GameStop's Lessons, in *Law360*, 2021.

172 Si tratta del modello di *citizen capitalism* (S.A. GRAMITTO RICCI, C.M. SAUTTER, *Corporate Governance Gaming: The Collective Power of Retail Investors*, in 22 N. L.J., 2021, pp. 51 ss.; ID., *The Wireless Investors Movement*, in *Unis. Chi. Bus. L. Resi Blog*, 2022. Anche J.E. FISCH, op. cit., pp. 1831 ss. sottolinea lo "underrecognized value of retail investing".

173 Si veda, ad es., S. GUAN, *Meme Stock*, op. loc. cit., pp. 2089 ss., e J. F. TIERNEY, op. cit., pp. 416 ss., i quali pongono in luce la maggiore volatilità dei titoli interessati (soprattutto i *meme stocks*), i conseguenti effetti di potenziale uscita dal mercato degli operatori più informati, di inefficiente formazione dei prezzi, di complessiva perdita di fiducia nel mercato specialmente azionario.

174 Si veda, ad es., G.W. EATON E AA., *Retail Trader Sophistication and Stock Market Quality: Evidence From Brokerage Outages*, in 146 J. Fin., 2022, pp. 502 (sugli effetti di liquidità indotti da dinamiche di *trading* imitativo finding); P.K. JAIN E AA., *Trading Volume Shares and Market Quality: Pre- and Post-Zero Commission*, 2023, disponibile su https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3741470, pp. 1 ss. (i quali evidenziano una correlazione negativa tra azzeramento delle commissioni sul *trading* e contributo degli scambi alla efficiente formazione dei prezzi); nella stessa direzione, si veda B.M. BARBER E AA., op. cit., p. 3141 ss. Sui rischi derivanti da modelli commissionali "PFOF" si rinvia al cap. 4. Con riferimento, invece, ai rischi per l'integrità del mercato, dato che i trader "gamified" sono ritenuti esposti a maggiori rischi di manipolazione, si veda K.J. PAUL, *Playing the Game: Hedge Funds, Brokerage Firms, and Social Media Influencers in the Context of SEC Rule 10b-5 Market Manipulation*, in 16 Ohio St. Bus. L.J., 2021, pp. 37 ss. (e si veda altresì, più in generale su evoluzione tecnologica e manipolazione di mercato, T.C.W. LIN, *The New Market Manipulation*, in 66 Emory L.J., 2017, pp. 1253 ss.). Sul punto si tornerà al successivo paragrafo 3.2.

175 Non è peregrino osservare che la stessa vicenda GameStop si è conclusa con un pesante ritracciamento del corso del titolo (e con perdite ingenti per molti investitori, piccoli e grandi); eppure, quelle azioni scambiano oggi ad un prezzo ben superiore ai livelli precedenti i fatti del gennaio 2021; si può allora argomentare che lo *hype* scatenato dai "Redditors" ha lasciato una "traccia informativa" destinata ad incorporarsi nel valore di lungo termine della società; alternativamente (o in aggiunta), va considerato l'effetto del mutamento di strategia impresso alla società dal suo *management*, a seguito delle pressioni dei piccoli investitori.

176 J.P. ANDERSON, J. KIDD, G.A. MOCSARY, op. cit., p. 1242; S. GUAN, *The Rise*, cit., p. 519 ss. Osserva I. CHIU, op. cit., pp. 68 ss.: «*retail trading signals are attempts to correct unnaturally low prices fed into conventional financial analysis with which retail traders simply disagree*». La stessa autrice ha correttamente rilevato (pp. 72 s.) che le politiche ambientali di un emittente (e ad altre questioni ESG) non erano inizialmente considerate come componenti informative essenziali del valore di una società; oggi, invece, criteri e metriche per misurarle sono diventati essenziali nelle valutazioni di azienda. Non siamo dunque in presenza di un fenomeno inedito.

3 *Fin-influencer* e attività di trading. Stato dell'arte

Passando ora agli specifici ambiti di indagine del presente capitolo, prendiamo dunque le mosse dalle forme innovative con cui, attraverso l'attività di *influencer* finanziari, informazioni, opinioni e *trading ideas* si diffondono al pubblico mediante portali e piattaforme dedicati. Evidentemente, non ci muoviamo in un "vuoto" di disciplina. A livello contrattuale, vi sono le condizioni generali imposte dagli stessi gestori dei "luoghi" di diffusione; a livello normativo (speciale), operano le regole di tutela dell'integrità del mercato, nonché quelle sulla prestazione di servizi di investimento.

3.1 Disciplina di fonte contrattuale

Partendo dalle regole di fonte pattizia, osserviamo empiricamente che le condizioni generali di contratto muovono soprattutto dall'esigenza di limitare la responsabilità dei gestori di piattaforma rispetto ai contenuti veicolati dagli utenti, il che solo in modo indiretto e parziale tutela da condizionamenti la formazione della volontà di coloro che assumono decisioni di investimento.

Ad esempio, è comune che il gestore rappresenti in contratto che i contenuti pubblicati sul *forum* non costituiscono consulenza o raccomandazione allo stesso attribuibile (o da esso approvata),¹⁷⁷ e perfino che tali contenuti non costituiscono, in assoluto, raccomandazioni di investimento¹⁷⁸.

In alcuni casi, il gestore limita direttamente l'attività dei suoi utenti: ad esempio, la piattaforma europea e-Toro proibisce agli utenti europei di fornire o commercializzare servizi quali la consulenza in materia di investimenti o la gestione di portafogli¹⁷⁹, ma non è affatto detto che l'intermediario disponga – ad esempio mediante ricorso all'intelligenza artificiale – di strumenti di analisi e di *enforcement* che gli consentano di intervenire per assicurare il rispetto di tali prescrizioni¹⁸⁰.

177 Si vedano le condizioni generali della piattaforma di *trading online* forse più diffusa in Europa: e-Toro Terms and Conditions (Europe) 2022, articolo 24.6 (reperibili su www.etoro.com).

178 Così nelle condizioni generali di un diffuso portale di informazione finanziaria *crowd-sourced*: Seeking Alpha, Terms of Use (2021), *Clause 3* (reperibile su <https://about.seekingalpha.com/terms>). La *Clause 4* contiene l'avvertenza che il contenuto del sito «*is being provided for information purposes only*», con esclusione di qualsiasi consulenza o sollecitazione all'investimento. È evidente che simili dichiarazioni non offrono alcuna protezione né al mercato né all'investitore, ed anzi si risolvono spesso in petizioni di principio: che uno *statement* costituisca, o no, una raccomandazione di investimento non dipende certo dalla qualificazione pregiudiziale ed astratta che ne dia il gestore del portale nelle sue condizioni generali.

179 E-Toro Terms and Conditions (Europe) 2022, articolo 24.3(c). Non è chiaro, dal tenore di queste condizioni generali, se sia possibile diffondere attraverso il sito raccomandazioni in materia di investimenti (su cui si veda *infra*).

180 Seeking Alpha appare più attento al tema dei conflitti di interesse: coloro che pubblicano contenuti sono tenuti ad informare dell'esistenza di posizioni lunghe o corte sui titoli di cui parlano. Inoltre, gli utenti devono rivelare (ma non è chiaro a chi) l'esistenza di ogni relazione significativa con gli emittenti delle azioni menzionate in un *post*. Seeking Alpha, Terms of Use (2021), *Clause 8*.

3.2 Disciplina di fonte legislativa

Passando alla disciplina di legge, vengono principalmente in rilievo due ambiti, entrambi armonizzati a livello europeo: quello degli abusi di mercato (nella forma della manipolazione) e quello delle raccomandazioni in materia di investimento, che costituisce un *proprium* dell'ordinamento dell'UE.

Per le ragioni che indicherò di seguito, nessuno dei due filoni di disciplina appare allo stato adeguato a fronteggiare una massiccia diffusione del *finfluencing*, sebbene la disciplina europea, a confronto con il modello americano su cui si è finora formata parte significativa della discussione sul tema, appaia meglio attrezzata a cogliere le tendenze in atto. Vi sono poi i profili "micro", collegati alla disciplina dei servizi di investimento, su cui ci diffonderemo successivamente.

i) Manipolazione del mercato

Partendo dal primo aspetto, è utile analizzare alcuni dei fenomeni in precedenza descritti alla luce delle fattispecie di cosiddetta manipolazione informativa¹⁸¹, senza indugiare sugli episodi più clamorosi di diffusione di false informazioni sui *social media*, facilmente riconducibili a fattispecie tipizzate, come il *pump-and-dump*¹⁸².

In relazione al cosiddetto *expressive trading* (si veda il paragrafo 2 del capitolo 3), i commentatori – tanto negli Stati Uniti quanto in Europa – paiono condividere la conclusione che le "ondate" di *traders* che operano su *meme stock* secondo meccanismi imitativi non siano, di norma, il frutto di abusi. E ciò, per la semplice ragione che il *battage* mediatico che fa da sfondo a iniziative del tipo osservato in GameStop e AMC non è costituito dalla diffusione di *fatti* non veritieri (ciò che è alla base del comportamento manipolativo), bensì di (discutibili, ma genuine) *opinioni*¹⁸³. Può osservarsi, inoltre, che gli *opinion leader* che utilizzano il proprio capitale di influenza per orientare

181 La fattispecie rilevante è dunque quella della «diffusione di informazioni [...] che forniscano, o siano idone[e] a fornire, segnali falsi o fuorvianti in merito all'offerta, alla domanda o al prezzo di uno strumento finanziario ... o che consentano, è probabile che consentano, di fissare il prezzo di mercato ... ad un livello anormale o artificiale, compresa la diffusione di voci, quando la persona che ha proceduto alla diffusione sapeva, o avrebbe dovuto sapere, che le informazioni erano false o fuorvianti» (art. 12.1, comma c del Regolamento (UE) n. 596/2014 - "MAR"). Per un cenno a possibili ipotesi di manipolazione *operativa*, si veda *infra*, nt. 185.

182 Ci riferiamo a casi, oggetto di intervento ad opera della SEC statunitense (ex *Section 10(b)* del *Securities Exchange Act* e della *Rule 10b-5*), caratterizzati dalla diffusione di informazioni consapevolmente false su titoli quotati, con un chiaro intento manipolativo ed a fronte di un'occasione di profitto concretamente sfruttata. Sono cambiati i canali informativi (Twitter o Seeking Alpha, anziché le vecchie *online chatrooms*), ma gli schemi fraudolenti utilizzati rimangono quelli "classici". SEC si veda Carol McKeown, Daniel F. Ryan, Meadow Vista Financial Corp., and Downshire Capital, Inc., Civil Action 10-80748-CIV-COHN (S.D. Fla., 23 giugno 2010); SEC si veda James Alan Craig, Civil Action No. 3:15-cv-05076, (N.D. Cal., 6 novembre 2015); *In re Galena Biopharma, Inc. Sec. Lit.*, 336 F. Supp. 3d 378 (D.N.J. 2018). Per altri esempi, si veda K.J. PAUL, *op. cit.*, pp. 38 ss., e J.E. FISCH, *op. cit.*, pp. 1851 ss.

183 Può darsi, d'altra parte, che queste opinioni si basino su travisamenti di fatti o su informazioni errate, ma non è affatto detto che coloro che le diffondono ne siano consapevoli (benché tale circostanza potrebbe assumere rilevanza ad altro proposito, in relazione a condotte di *scalping*: si veda *infra*). Sappiamo poi che, nel diritto interno, quanto meno in sede penale, la fattispecie incriminatrice dell'art. 185 Tuf menziona la sola diffusione di "notizie false", circoscrivendo così il campo di applicazione rispetto al più generico "informazioni" contenuto nelle norme europee, che invece potrebbe astrattamente includere anche dichiarazioni di tipo valutativo. Sul punto, si veda F. D'ALESSANDRO, *Market abuse*, in *Il Testo Unico finanziario*, diretto da M. Cera e G. Presti, 2020, Bologna, vol. **, pp. 2217 s.

i loro *follower* spesso detengono stabilmente posizioni "lunghe" sul titolo che raccomandano di acquistare: il che allontana dagli schemi paradigmatici di abuso, dove l'autore dell'informazione fuorviante solitamente finisce per orientare il proprio *trading* in direzione contrastante con il contenuto della dichiarazione stessa^{184,185}.

Situazione diversa è quella in cui un *fin-influencer* sfrutta proprie dichiarazioni per operare su uno strumento finanziario. Ciò avviene, ad esempio, quando si utilizzano le piattaforme *social* per "attaccare" un emittente i cui strumenti finanziari si sono venduti allo scoperto, criticandone le strategie o la *governance*, o evidenziando ragioni di sopravvalutazione del titolo: si è parlato, in proposito, di "*negative activism*"¹⁸⁶. Anche in questo caso, il *fin-influencer* proietta le sue *opinioni* sulle cattive prospettive dell'emittente, ricostruendole sulla base di informazioni pubblicamente disponibili. Peraltro, questi comportamenti si prestano a una valutazione più sfaccettata,

184 Per questa osservazione, si veda J.R. MACEY, *op. cit.*, pp. 812 ss., I. CHIU, *op. cit.*, pp. 64 s.; K.J. PAUL, *op. cit.*, pp. 57 s., Si veda anche F. D'ALESSANDRO, *Il caso GameStop: una tempesta perfetta mette in crisi lo statuto della manipolazione del mercato*, in *Dir. pen. proc.*, 2021, pp. 1252.

185 Alcuni studiosi hanno argomentato che un coordinamento tra investitori (*retail*) finalizzato a "mettere nell'angolo" (*corner squeeze*) coloro che abbiano venduto azioni allo scoperto (ciò che avvenne nel caso *GameStop*) costituisca una *manipolazione operativa*, poiché sarebbero soddisfatti tutti gli elementi previsti a tal fine dall'art. 12, co.2, lett. a, MAR, e cioè: i) un'azione concertata fra i *trader*, ii) il tentativo di acquisire una posizione dominante sulla domanda del titolo, iii) la fissazione del prezzo ad un livello artificiale (in questo senso, si veda I. CHIU, *op. cit.*, pp. 65 s.; C. MOSCA, *Il caso GameStop: vecchi e nuovi istituti a confronto*, presentazione nel corso di un seminario organizzato dal Centro di Ricerca Paolo Ferro-Luzzi sul Diritto della Banca e della Finanza in Europa, 23 aprile 2021 (archivio degli autori); M. ARRIGONI, *Think Twice, It's All Right. Lessons from the GameStop Saga*, EBI Working Paper Series No. 98, 2021b, disponibile su https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3877240, pp. 13 ss.). Anche l'ESMA ha aperto in tale direzione in occasione del suo richiamo di attenzione all'esito della vicenda *GameStop*: «*Discussing the opportunity to buy and sell the shares of an issuer does not constitute market abuse. However, organising or executing coordinated strategies to trade or place orders at certain conditions and times to move a share's price could constitute market manipulation*» (ESMA, *Statement. Episodes of very high volatility in trading of certain stocks*, 17 febbraio 2021, disponibile su <https://www.esma.europa.eu/document/episodes-very-high-volatility-in-trading-certain-stocks>, 2021c).

Questo argomento lascia perplessi, date le intenzioni "genuine" che muovono molti *expressive traders*, come i "Redditors" nel caso *GameStop*. In proposito, occorre tenere presente che né in sede europea (art. 5 Direttiva 2014/57/EU, cosiddetta MAD 2) né nel diritto interno (artt. 185 e 187-ter Tuf) è richiesta la sussistenza di un dolo specifico per la sanzionabilità delle manipolazioni di mercato: non è richiesto, cioè, l'accertamento di una volontà di alterazione del mercato (anzi, in sede amministrativa, la condotta è al solito sanzionabile anche a titolo di colpa). Ma è pur vero che la necessità di verificare la sussistenza del dolo generico rispetto ai singoli elementi della fattispecie manipolativa si traduce in un'indagine che, nel caso concreto, non è molto diversa dal verificare che l'autore del fatto intendesse alterare il funzionamento del mercato: si tratta infatti di accertare che l'autore della condotta intendesse realizzare un'operazione che abbia l'effetto di fissare il prezzo dello strumento finanziario ad un livello artificiale. Si veda a riguardo F. MUCCIARELLI, *Commento all'art. 185*, in M. FRATINI, G. GASPARRI (a cura di), *Il Testo Unico della Finanza*, 2012, Torino, p. 2384, il quale osserva che «la mancanza del requisito del dolo specifico non sembra da sola bastevole ad escludere radicalmente una necessaria componente finalistica dell'elemento soggettivo, nel quale deve comunque riflettere anche la consapevolezza della idoneità decettiva dell'operazione simulata o dell'altro artificio».

Ora, se si guarda al caso *GameStop*, sembra che i *traders* si siano determinati ad intervenire in base alla diffusa convinzione che il prezzo del titolo fosse ingiustamente depresso dal mercato per "colpa" degli *hedge funds* che lo avevano massivamente venduto allo scoperto. Gli investitori apertamente rivendicavano la volontà di riportare il prezzo delle azioni *GameStop* al loro (presunto) livello naturale, non già di fissarlo artificialmente; il che mi pare possa escludere il dolo. Si veda, anche con altre argomentazioni, F. D'ALESSANDRO, *Il caso GameStop*, *cit.*, pp. 1251 s.; M. CUPELLA, *I mercati finanziari a confronto con nuove tecnologie e Social Media: le prospettive penalistiche dell'Affaire GameStop*, 16 *Bocconi Legal Papers*, 2021, p. 171. Da notare, per contro, che in altri ordinamenti (come quello inglese) il semplice dato della anormalità del prezzo potrebbe essere sufficiente a fondare un addebito di manipolazione: I. CHIU, *op. cit.*, p. 65.

186 Si veda in argomento J. MITTS, *Legal Perspective on Technology and the Capital Markets: Social Media, Short Activism and the Algorithmic Revolution*, Columbia Law and Economics Working Paper No. 615, 2019, disponibile su https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3447235, pp. 6 ss.; J.C. COFFEE-J. MITTS, *Short Selling and the New Market Manipulation*, disponibile su <https://clsbluesky.law.columbia.edu>, 18 marzo 2019; P. MOLK, F. PARTNOY, *The Long-Term Effects of Short Selling and Negative Activism*, in 2022 *U. Ill. L. Resi veda*, 2022, pp. 1 ss.

quanto meno nei casi in cui sia dimostrabile che l'opinione non è "genuina"¹⁸⁷. Invero, l'accertamento di comportamenti del *trader* incompatibili con il contenuto dell'opinione da lui espressa giustifica un intervento repressivo, poiché l'aggressione all'integrità del mercato ha un disvalore simile tanto se perpetrata diffondendo informazioni (consapevolmente) false, quanto se utilizzando la propria credibilità per divulgare opinioni costruite ad arte, al solo scopo di alterare il prezzo dei titoli.

A tale riguardo, negli Stati Uniti si è invocato lo *standard* elaborato dalla Corte Suprema nel caso *Omnicare* che, sia pure nel diverso campo della responsabilità da prospetto, giunge a equiparare un'opinione non "creduta" dal suo autore a un "*untrue statement*";¹⁸⁸ e così si è giunti a sostenere che un investitore, il quale abbia accumulato una posizione "corta" su un certo titolo e usi i *social media* per segnalare la sopravvalutazione di tale titolo, debba essere sanzionato qualora, poco dopo, chiuda la propria posizione o ne inverta il segno: ciò infatti dimostrerebbe (in via indiziaria) che l'autore ritiene temporaneo l'effetto ribassista innescato dalla sua dichiarazione sul corso del titolo e, anzi, paventa una risalita dei prezzi; dunque – così si argomenta negli USA, con indubbia forzatura rispetto a una rigorosa applicazione del principio di legalità – lo stesso autore riterrebbe inaffidabile e non genuina l'opinione da lui stesso espressa¹⁸⁹.

Rispetto alla fattispecie in esame, il quadro europeo beneficia di una più precisa codificazione dei comportamenti. In particolare, l'art. 12.2(d) MAR stabilisce una presunzione di manipolazione "tagliata" sul problema delle valutazioni¹⁹⁰. È infatti sanzionato il comportamento di chi trae

187 Non vi è spazio per approfondire in questa sede il rapporto tra esigenze di repressione degli abusi di mercato e libertà di espressione. Si aggiunge in effetti un tassello importante al delicato rapporto fra tutela costituzionale della libertà di espressione e disciplina degli abusi di mercato. Oltre alla questione dei riflessi potenzialmente manipolativi dell'attività giornalistica (questione oggi in parte regolata dall'art. 21 MAR), il tema è stato portato al vaglio della giurisprudenza europea anche rispetto al rischio di *insider trading* (CGUE, 15 marzo 2022, causa C-302/20; M. VENTORUZZO, *La meta-informazione privilegiata: il giornale di domani e gli abusi di mercato*, in *MediaLaws*, 2022, n. 2). Negli Stati Uniti, il conflitto fra manipolazione (non soltanto in ambito finanziario) e tutela dell'autore del fatto sulla base del Primo Emendamento affiora sovente nel dibattito: R.S. KARMEI, *The First Amendment and Government Regulation of Economic Markets*, 55 *Brook. L. Res. J.*, 1989, pp. 1 ss.; H. NORTON, *Manipulation and the First Amendment*, in 30 *WM. & Mary Bill Rts. J.*, 2021, pp. 221 ss.; con specifico riferimento ai temi che ci occupano, K. LANGVARDT, J.F. TIERNEY, *On "Confetti Regulation": The Wrong Way to Regulate Gamified Investing*, in 131 *Yale L.J.*, 2021-2022, pp. 725 ss.; J. MITTS, *op. cit.*, p. 27.

188 *Omnicare, Inc. v. Laborers Dist. Council Constr. Indus. Pension Fund*, 575 U.S. 175 (2015).

189 J. MITTS, *op. cit.*, p. 14 ss.; J.C. COFFEE, J. MITTS, *op. loc. cit.* In argomento, viene in rilievo anche un risalente orientamento della SEC, proprio in tema di manipolazione, la quale così si è espressa: "*one who accumulates at rising prices and sells out at prices created by his buying efforts will be presumed to have raised prices for the purpose of inducing others to buy*" (*In the Matter of Hasley, Stuart*, Exchange Act Release No. 4310, 1949 WL 36458 (Sept. 21, 1949)). Coerente con tale assunto è la decisione della SEC nel caso *Lidingo*: un *trader* aveva "postato" su Seeking Alpha un commento entusiastico su un certo emittente, ma aveva venduto le azioni il giorno dopo. L'Autorità ha ritenuto manipolativa la mancata *disclosure* di tale vendita. *Complaint*, SEC si veda *Lidingo Holdings*, No. 17-CV-02540 (S.D.N.Y., 10 aprile 2017).

190 È peraltro evidente che tali "presunzioni" (nel caso di specie, parrebbe perfino assolute) possono vincolare il giudice in sede civile (si pensi ad un'azione risarcitoria derivante da condotta manipolativa) e forse sanzionatoria-amministrativa (stante il fatto che l'art. 187-ter Tuf colpisce la violazione del divieto di manipolazione di cui all'art. 15 MAR, che a sua volta si ricollega alla descrizione delle fattispecie contenute nell'art. 12 MAR (F. D'ALESSANDRO, *Market abuse*, *cit.*, pp. 2231 s.), ma non penale, dato che né l'art. 185 Tuf né l'art. 5 MAD 2 richiamano le fattispecie "di dettaglio" che il MAR qualifica come *ex se* illecite (in questo senso, rammentando "il non flessibile canone della legalità", F. MUCCIARELLI, *op. cit.*, pp. 2400 s.).

«vantaggio da un accesso [...] ai mezzi di informazione [...] diffondendo una valutazione su uno strumento finanziario [...] dopo aver precedentemente preso delle posizioni su tale strumento finanziario [...], beneficiando successivamente dell'impatto della valutazione diffusa sul prezzo di detto strumento [...] senza aver contemporaneamente comunicato al pubblico, in modo corretto ed efficace, l'esistenza di tale conflitto di interessi».

A questa previsione sul cosiddetto *scalping* si affianca quella, di portata generale, che considera manipolativa qualsiasi «operazione [...] o qualsiasi altra attività o condotta che incida, o sia probabile che incida, sul prezzo di uno o più strumenti finanziari [...] utilizzando artifici o qualsiasi altra forma di raggirio o espediente» (art. 12, co. 1, MAR). Uno degli "indicatori" di manipolazione di cui "tenere conto" in tale contesto è

«se vengono inoltrati ordini di compravendita o avviate operazioni [...] prima o dopo che le stesse persone o persone a esse collegate abbiano elaborato o diffuso raccomandazioni di investimento che sono errate o tendenziose o manifestamente influenzate da interessi determinanti»¹⁹¹.

Si noti l'incastro che scaturisce dalle due norme: l'art. 12, co. 2, lett. d, MAR si disinteressa della "genuinità" dell'opinione espressa, essendo sufficiente, ai fini della sanzione, l'omessa dichiarazione del conflitto di interessi. D'altro canto, per la sanzionabilità ex art. 12, co. 1, lett. b, MAR – come declinato negli "indicatori" di manipolazione – è sufficiente l'esistenza di un conflitto di interessi (dichiarato o no, non importa) se l'opinione espressa costituisce una raccomandazione di investimento, e sempreché, ovviamente, vi sia idoneità all'alterazione dei prezzi di mercato^{192,193}.

Le autorità europee beneficiano di un sistema di *disclosure* granulare che può facilitare l'*enforcement* nella repressione dei comportamenti qui esaminati. Va richiamato, infatti, l'obbligo, previsto dal regolamento europeo sulle vendite allo scoperto (n. 236/2012), di dichiarare all'Autorità nazionale competente le posizioni corte nette che

191 Allegato I, Sezione B, del MAR. Si veda anche l'Allegato II, Sezione 2, del Regolamento delegato (UE) 2016/522 della Commissione, che annovera il *pump-and-dump* e il *trash-and-cash* come esempi riconducibili alla fattispecie generale descritta nel testo.

192 Per altro verso, anche in assenza di conflitto di interessi, la condotta è sanzionabile se la raccomandazione è "errata". In concreto, è tutt'altro che semplice stabilire quanto ciò possa avvenire, posto che anche la raccomandazione si colloca, in linea di principio, nel campo delle *opinioni* e non in quello dei *fatti*. In dottrina, si è sostenuto che ciò avverrebbe quando la raccomandazione sia «not ... compiled with the necessary expertise, care and diligence» (R. VEIL (a cura di), *European Capital Markets Law*, Bloomsbury Publishing, Oxford, 2022, p. 517).

193 Oltre agli aspetti manipolativi sono da considerare quelli relativi ad un possibile abuso di informazioni privilegiate. Il tema esula da questa trattazione e si rinvia, al riguardo, a R. VEIL, *op. loc. cit.*, il quale cita una giurisprudenza del BGH (6 November 2003 – 1 StR 24/03, BGHSt 48 (2003), 373) secondo cui le opinioni dello *scalper*, poiché autogenerate, non costituiscono informazione privilegiata. Si tratta di orientamento evidentemente non conciliabile con quello della giurisprudenza italiana sul cosiddetto *insider* di se stesso (su cui si veda per tutti S.S. SEMINARA, *L'informazione privilegiata*, in *Il Testo Unico finanziario*, diretto da M. Cera e G. Presti, Zanichelli, Bologna, 2020, pp. 2158 ss.). Ipotizzando un concorso di illeciti (*insider trading* e manipolazione), sorge la questione di stabilire se il tenore specifico dell'art. 12, co. 2, lett. d, MAR consenta di affermare la prevalenza della fattispecie manipolativa rispetto a quella dell'abuso di informazioni privilegiate in base al principio di specialità.

eccedono lo 0,2% del valore del capitale di un emittente (e, superata tale soglia, ogni successivo 0,1%)¹⁹⁴.

ii) Raccomandazioni in materia di investimenti

Uscendo dal campo degli illeciti, un diverso filone è quello delle raccomandazioni in materia di investimenti, la cui disciplina è parte dell'impianto *market abuse* proprio per il potenziale di interferenza che le raccomandazioni hanno con l'integrità del mercato¹⁹⁵.

È significativo che, in tale contesto, rilevino *opinioni* (e non fatti), nella forma qualificata di "informazioni [...] intese a raccomandare o consigliare [...] una strategia di investimento in merito a uno o più strumenti finanziari o emittenti", quando "destinate ai canali di distribuzione o al pubblico" (art. 3.1, n. 35, MAR)¹⁹⁶. Inoltre, la raccomandazione può essere "esplicita o implicita", ciò che apre la via a un vasto insieme di comunicazioni destinate ai *social media*.

Certamente vengono qui in gioco, quali potenziali "emittenti" di raccomandazioni, i *fin-influencer*, così come i *traders* che mostrano ai loro seguaci sulle piattaforme le proprie strategie di investimento¹⁹⁷. Peraltro, le regole MAR sono concepite guardando al ruolo degli analisti e dei produttori *professionali* di ricerca finanziaria, mentre paiono poco adatte a disciplinare il fenomeno di *leader* autodidatti o investitori non professionisti che dispensano le loro strategie o pubblicizzano le loro operazioni. Invero, le tutele più significative per gli investitori *retail*¹⁹⁸ entrano in gioco in caso di raccomandazioni emesse da soggetti qualificati (gli analisti indipendenti, le imprese di investimento, altri professionisti)¹⁹⁹ e dai cosiddetti esperti: solo costoro sono tenuti a

194 Art. 5.1.2 del Regolamento (UE) n. 236/2012 (cosiddetto *Short Selling Regulation* o SSR). Le posizioni nette che eccedono lo 0,5% del capitale devono essere dichiarate al pubblico.

195 Si veda il considerando n. 63 del MAR.

196 Secondo l'ESMA, presupposto della raccomandazione è che essa sia idonea a raggiungere un «ampio numero di persone» (ESMA, *Technical advice on possible delegated acts concerning the Market Abuse Regulation*, 3 febbraio 2015, ESMA/2015/224), paragrafo 340 ss. Ciò costituisce il discrimine rispetto alle raccomandazioni prestate nell'ambito del servizio di consulenza in materia di investimenti: si veda *infra*, par. 4.2.

197 Già da tempo, nell'interpretazione della CONSOB, le "*trading ideas*" sono forme di raccomandazione implicita: si vedano *Raccomandazioni di investimento, Linee Guida*, n. 2/2017, paragrafo 3.4 del capitolo 2. Ad inizio 2024, l'ESMA è intervenuta con un avvertimento sulla diffusione di raccomandazioni di investimento su *social media*, richiamando gli operatori al rispetto della normativa in materia, con particolare riferimento all'informativa che deve accompagnare i contenuti diffusi da cosiddetti esperti (si veda *infra* nel testo): *Warning for people posting Investment Recommendation on social media*, 6 febbraio 2024, disponibile su esma.europa.eu. Tra gli esempi forniti dall'Autorità europea, alcuni riguardano contenuti simili a quelli diffusi da *fin-influencer* e da semplici *traders* su piattaforme *social* (si veda in particolare gli esempi 3-5).

Va inoltre ricordato che, qualora una raccomandazione di investimento non sia presentata come indipendente, la stessa è considerata alla stregua di una comunicazione di *marketing* ai fini della disciplina MiFID e, *inter alia*, le imprese di investimento che la producono o diffondono devono assicurare che sia identificata chiaramente come tale (art. 36.2 Regolamento delegato (UE) 2017/565, attuativo della Direttiva MiFID II). Il punto è rilevante ogni qualvolta il *fin-influencer* agisca per conto o nell'interesse di un'impresa di investimento.

198 Segnatamente, fra l'altro, l'obbligo di dichiarare le "ipotesi di fondo" applicate per valutare lo strumento finanziario, di offrire una «spiegazione adeguata del significato di ogni raccomandazione formulata», nonché appropriate segnalazioni di rischio e *sensitivity analyses* (art. 4 del Regolamento delegato (UE) 2016/958 della Commissione del 9 marzo 2016, attuativo del MAR in tema di raccomandazioni in materia di investimento).

199 Art. 3.1(34)(i) MAR.

dichiarare le posizioni lunghe o corte assunte sul capitale dell'emittente interessato dalla raccomandazione²⁰⁰.

Ora, "esperto" è chi «propone ripetutamente decisioni di investimento in relazione a strumenti finanziari» e i) «si presenta come dotato di competenza o esperienza finanziaria» o ii) «presenta la raccomandazione in modo tale da indurre gli altri a ritenere ragionevolmente che possieda competenza o esperienza finanziaria»²⁰¹. I *fin-influencer* ricadono evidentemente in questa categoria²⁰². Tuttavia, le esenzioni e semplificazioni procedurali attualmente previste da questa disciplina ne riducono la portata in modo significativo proprio nell'ambito che qui interessa. Ad esempio, se la *disclosure* dovuta a tutela degli investitori risulta «sproporzionata rispetto alla lunghezza o alla forma della raccomandazione» (come avviene nel caso di raccomandazione non scritta diffusa via *Internet*), è sufficiente indicare il luogo (virtuale) dove le relative informazioni sono accessibili²⁰³. Il che può evidentemente tradursi in una non-tutela se si pensa alle raccomandazioni diffuse su video YouTube, nei *pop-up* di una piattaforma di *trading*, o nei consigli diffusi in una *chatbot* in rete. Anzi, è facile verificare empiricamente come, di norma, nessun riferimento di questo tipo sia normalmente reperibile in questi contesti, per non dire delle raccomandazioni diffuse sotto pseudonimo, dove può essere impossibile, per il pubblico, risalire all'autore.

iii) Responsabilità dei gestori di piattaforma

Un aspetto correlato a quello appena esaminato riguarda il ruolo di coloro che gestiscono il luogo virtuale dove sono veicolati agli utenti i contenuti qualificabili come raccomandazioni di investimento. Nel quadro MAR, chi diffonde raccomandazioni prodotte da terzi viene equiparato, anche nelle responsabilità, al "produttore" della raccomandazione (art. 20 MAR); inoltre, esso è tenuto a deve fornire informazioni addizionali, ad esempio, sui conflitti di interesse²⁰⁴.

Ora, se il gestore che veicola tali contenuti sulla propria piattaforma possa considerarsi un "diffusore" di raccomandazioni altrui – con le correlate responsabilità di cui si è detto – chiama in causa la questione, a quanto consta inesplorata²⁰⁵, di coordinare la disciplina *speciale* sugli abusi di mercato con quella, *generale*, che è oggi

200 Art. 6 Regolamento (UE) 2016/958. Diversamente, opera la soglia generale dello 0,5%, già sopra ricordata, in base al regolamento sulle vendite allo scoperto. Se invece la raccomandazione è emessa da un "non esperto", si applicano solo generali doveri di comportamento (art. 3.1 Reg. cit.), unitamente all'obbligo di dichiarare «qualsiasi rapporto o circostanza che è ragionevole attendersi possa comprometter[e] la correttezza della raccomandazione» (art. 5.1).

201 Art. 1(a) del Regolamento (EU) 2016/958.

202 Si noti che il considerando n. 2 del Regolamento (UE) 2016/958 attribuisce rilievo – ai fini della qualificazione di "esperto" – all'«eventualità che le passate raccomandazioni dell'esperto siano state rilanciate da terzi, ad esempio dai media». E si veda infatti, sul tema, il *Warning* dell'ESMA cit. *supra*.

203 Artt. 3.2, 6.4 e 10.2 del Regolamento (EU) 2016/958.

204 Artt. 8-10 del Regolamento (EU) 2016/958.

205 Si veda, peraltro, l'analisi relativa al trattamento dei *forum online* fra azionisti di società quotate, dove già si era posto il tema del coordinamento con la disciplina sull'*hosting* di dati su piattaforme digitali: M. GARGANTINI, *I forum degli azionisti*, in F. BRIOLINI (a cura di), *Principio capitalistico quo vadis?*, Giappichelli, Torino, 2016, spec. pp. 362 ss.

applicabile ai cosiddetti servizi intermediari in forza del Regolamento europeo sui servizi digitali (n. 2022/2065 del 19 ottobre 2022, di poi "DSA", in vigore dal febbraio 2024).

In linea di principio, il prestatore del "servizio intermediario" che si limiti al "semplice trasporto" dei dati – e quindi non ne selezioni il destinatario né modifichi le informazioni trasmesse – non assume la responsabilità delle informazioni trasmesse (art. 4.1 DSA)²⁰⁶. Lo stesso accade quando il prestatore offra un servizio di "hosting" (cioè memorizzazione di informazioni su richiesta del beneficiario del servizio), sebbene, in questo caso, l'"immunità" del gestore operi a condizione che esso non sia a conoscenza della "illegalità" dei contenuti memorizzati (art. 6.1 DSA). Beninteso, l'*hosting* deve essere "passivo", nel senso che è esclusa qualsiasi sua modifica alle informazioni memorizzate o trasmesse.

Il gestore-*host* è invece responsabile dei contenuti se esercita un qualche controllo sul produttore di informazioni, e anche se la piattaforma²⁰⁷ presenta le informazioni «in modo tale da indurre un consumatore medio a ritenere che le [stesse] siano fornite dalla piattaforma stessa o da un destinatario del servizio che agisce sotto la sua autorità o il suo controllo» (art. 6.3 DSA)²⁰⁸. Più in generale, l'art. 8 DSA esclude, in capo ai prestatori di servizi intermediari qualsiasi «obbligo generale di sorveglianza sulle informazioni che tali prestatori trasmettono o memorizzano»²⁰⁹.

Specifiche regole si applicano, poi, ai gestori di piattaforme che classificano le informazioni per gli utenti o le mettono in ordine di priorità, tipicamente attraverso algoritmi: si parla in proposito di "sistemi di raccomandazione"²¹⁰. Peraltro, se il gestore si avvale di tali sistemi, gli oneri sullo stesso incombenti sono principalmente di *disclosure* sui parametri utilizzati (art. 27 DSA).

206 Si intende che esso non è, di norma, responsabile dei "contenuti illegali" eventualmente trasmessi (si veda al riguardo il considerando 17 del DSA). È da notare che la definizione di "contenuto illegale" è amplissima, si da ricomprendere «qualsiasi informazione che, di per sé o in relazione ad un'attività, [...] non è conforme al diritto dell'Unione o di qualunque Stato membro» (art. 3, lett. h), DSA).

Ciò non significa che il prestatore del servizio sia immune da obblighi, ad esempio nel caso in cui un'autorità esiga la sua cooperazione per la cessazione di violazioni riscontrate (art. 4.3 DSA), o per disabilitare l'accesso alle informazioni della cui illegalità divenga consapevole (art. 9).

207 Si pone il tema – qui non compiutamente esplorabile – della qualificazione delle piattaforme di *trading* come "piattaforme online" ai sensi del DSA. Solo a queste ultime, in effetti, si applicano la norma dell'art. 6.3 menzionata nel testo, nonché le norme sui sistemi di raccomandazione di cui si dirà poco oltre. La piattaforma *online* si caratterizza per la diffusione di informazioni (tramite la loro memorizzazione) ad un numero potenzialmente illimitato di terzi; tuttavia, l'art. 3, lett. i), esclude tale qualificazione per i gestori che esercitino la diffusione in modalità accessoria rispetto ad altro servizio principale. Evidentemente, sarà necessaria un'analisi caso per caso per effettuare tale giudizio di prevalenza dei servizi di investimento offerti attraverso la piattaforma sulla diffusione (ad esempio) di raccomandazioni, *trading ideas*, commenti degli utenti, ecc.

208 Si veda, per alcuni esempi, il considerando n. 24 del DSA.

209 La disciplina del DSA si pone in continuità con quella in materia di commercio elettronico già contenuta nella Direttiva 2000/31/CE. Si veda già sul tema T. PINTO E AA., *Liability of Online Publishers for User Generated Content: A European Perspective*, in *Communications Lawyer*, 2010, pp. 5 ss.

210 Più precisamente, un sistema di raccomandazione è «un sistema interamente o parzialmente automatizzato che una piattaforma *online* utilizza per suggerire informazioni specifiche, tramite la propria interfaccia *online*, ai destinatari del servizio o mettere in ordine di priorità dette informazioni anche quale risultato di una ricerca avviata dal destinatario del servizio o determinando in altro modo l'ordine relativo o l'importanza delle informazioni visualizzate» (si veda art. 3, lett. s), DSA).

In questo quadro normativo, viene in sostanza riconosciuto che il mero "trasporto" di informazioni (cioè la messa a disposizione della piattaforma affinché le informazioni siano veicolate) e il loro *hosting* "passivo" non determinano l'imputabilità delle stesse al gestore, né stabiliscono una presunzione di controllo del gestore sull'attività del produttore di informazioni ("destinatario del servizio", nel lessico del DSA). Se, anche con riferimento alle raccomandazioni di investimento veicolate attraverso la propria piattaforma, il gestore si limita a tali attività "neutre", parrebbe ingiustificato, in assenza di esplicita previsione normativa, imporre ai diffusori di raccomandazioni il regime responsabilizzante previsto dal MAR.

Vero è che, nello stesso DSA, la piattaforma *online* si qualifica per la "diffusione al pubblico"²¹¹; ma, al di là dell'assonanza terminologica, alla luce di quanto osservato non pare coerente sul piano sistematico che la neutrale messa a disposizione di informazioni su piattaforma (in ciò consiste infatti la "diffusione al pubblico") venga equiparata alla diffusione cui si riferisce la disciplina MAR, la quale si qualifica per una partecipazione attiva di chi diffonde rispetto alla trasmissione del contenuto informativo e non per la sua identificazione con il *medium* di trasmissione (canale distributivo). Di tale caratterizzazione del ruolo del "diffusore" ai sensi MAR pare trarsi conferma dal fatto che la disciplina si concentra sulle potenziali modifiche o alterazioni che il diffusore può operare sulla raccomandazione trasmessa (cui si ricollega l'aggravio di oneri informativi). E, per contro, con previsione rilevante sul piano del disegno della fattispecie stessa di "diffusione", vengono espressamente esclusi obblighi di *disclosure* in capo all'intermediario che si limiti ad agire «come canale di diffusione delle raccomandazioni prodotte all'interno dello stesso gruppo senza alcuna discrezionalità quanto alla scelta della raccomandazione da diffondere»²¹².

Vi è a questo punto da chiedersi se una presentazione delle raccomandazioni basata sulle caratteristiche dell'utente destinatario determini un "salto di fattispecie" e la conseguente applicazione di un regime più rigoroso in capo al gestore della piattaforma. Ciò accade allorché il gestore si avvalga di algoritmi per "ordinare" l'informazione veicolata ai singoli utenti. Sul piano della disciplina dei servizi digitali, ciò pare integrare soltanto l'aggravio informativo previsto in caso di ricorso a "sistemi di raccomandazione" (art. 27 DSA); ma, sul piano della disciplina dei servizi di investimento, si pone il tema della qualificazione di tale attività come consulenza in materia di investimento. Poiché la questione è strettamente connessa a quella della trasmissione di segnali di *trading*, verrà affrontata al successivo paragrafo 4.2 del capitolo 3, con conclusioni estendibili anche al caso qui in esame.

²¹¹ Si veda *supra*, nt. 207.

²¹² Art. 8.2, lett. b), del Regolamento delegato (UE) 2016/958. Naturalmente, a diversa conclusione dovrà pervenirsi là dove il gestore di piattaforma "faccia proprie" – alterandole o anche semplicemente presentandole sotto il proprio *brand* – le raccomandazioni di "esperti" terzi, sia che abbia sia che non abbia relazioni finanziarie o commerciali con essi. Ma, in tal caso, essendo in presenza di un *hosting* di tipo "attivo", sarebbe la stessa disciplina sulle piattaforme digitali a privare la piattaforma *online* delle previste esenzioni da responsabilità (si veda sopra).

3.3 Possibili strategie di intervento

Inadeguatezza dell'assetto regolatorio attuale

Lo stato dell'arte fin qui descritto induce a trarre un primo bilancio sulla adeguatezza ed efficacia degli attuali presidi del diritto finanziario europeo di fronte ai profili qui esaminati.

Constatato l'apporto insufficiente della spontanea regolazione dei privati (si veda il paragrafo 3.1 del capitolo 3), occorre prendere in considerazione tre aspetti.

In primo luogo, i dati empirici suggeriscono che, specialmente nel caso dei titoli azionari più bersagliati dagli investitori *retail* (i *meme stock*, di cui si è discusso nel paragrafo 2 del capitolo 1), i movimenti di prezzo e i "rendimenti anomali" appaiono compatibili con ipotesi di manipolazione, piuttosto che con meri meccanismi imitativi fra *traders*²¹³. Peraltro, le strategie di contrasto alla manipolazione devono fare i conti con una elevata frammentazione delle condotte e la loro bassa *magnitudo* individuale. Ciò mette in discussione l'efficacia dell'apparato regolatorio attuale, che è basato – come si è visto – sulla tutela penale o sanzionatoria-amministrativa e dunque interviene *ex post*, nella forma della repressione dell'illecito, con le note difficoltà di *enforcement*. Senza contare che – come visto al paragrafo 3.2 del capitolo 3 – la disciplina sugli abusi si limita a colpire, a macchia di leopardo, solo alcuni epifenomeni (ad es. lo *scalping*), ma non raggiunge (né potrebbe, per sua natura e funzione), l'interazione più profonda fra comunicazione finanziaria, comportamenti degli investitori *retail* e formazione dei prezzi (paragrafo 2 del capitolo 3). E ancora, nei contesti in esame, può essere difficile distinguere (o contemperare) libera espressione di opinioni, induzione al *trading* e offesa all'integrità del mercato.

In secondo luogo, al di fuori delle ipotesi di manipolazione, occorre tenere conto degli impatti sul funzionamento del mercato indotti dalla tendenza degli investitori *retail* a operare secondo schemi imitativi. A livello "macro", si pone la questione del cosiddetto *overtrading* e delle modalità con cui i gestori delle piattaforme gestiscono e indirizzano gli ordini di negoziazione ad altri intermediari. A livello "micro", si tratta di verificare se le modalità con cui l'informazione raggiunge il singolo *trader* non si traducano in un sostanziale attentato alla corretta formazione della sua decisione di investimento. Qui si è visto che, anche dove la disciplina sulle raccomandazioni di investimento "intercetta" il problema (es.: identificazione del ruolo dell'"esperto" nelle raccomandazioni in materia di investimento), essa non offre tutele e rimedi rispondenti all'evoluzione tecnologica (punto iii) del paragrafo 3.2 del capitolo 3).

In terzo luogo, è importante tenere presente il ruolo degli intermediari che operano nel contesto in esame. Secondo una narrazione tanto comune quanto illusoria, gli investitori *retail* opererebbero oggi in un ambiente "disintermediato". In verità, come si è visto, i gestori dei luoghi virtuali del *trading* sono in una posizione di potenziale controllo sull'informazione accessibile ai loro utenti; posizione che, peraltro, beneficia

213 Si veda lo studio di T. RENAULT, *op. cit.* L'importanza del contrasto alla manipolazione nel contesto del *trading* "gamificato" è segnalata da S. GUAN, *The Rise*, *cit.*, pp. 48 ss.

di un alto grado di protezione ai sensi della recente disciplina europea sui servizi digitali. Nondimeno, è evidente il loro ruolo di *gatekeepers* da valorizzare con attenzione per l'attuazione di strategie regolatorie adeguate ai nuovi fenomeni.

Ipotesi di evoluzione della disciplina

Alla luce di quanto precede, si delineano di seguito alcune possibili linee evolutive, potenzialmente attuabili anche *de iure condito*, mediante ricorso (se del caso imposto) all'autodisciplina e valorizzando l'autonomia privata dei gestori delle piattaforme.

i) Termini e condizioni di accesso a portali e forum

Come accennato in precedenza, alcune condizioni generali di contratto nei portali e *forum* già prevedono il dovere, a carico di chi diffonde contenuti (si pensi alla pubblicazione di un *post* di commento sulle prospettive di un certo titolo, alla pubblicazione di un portafoglio di investimento modello, o all'indicazione di strumenti finanziari ritenuti adatti per certe categorie di investitori), di dichiarare eventuali posizioni di investimento, attuali o prospettiche, sui titoli, nonché l'esistenza di relazioni economiche o professionali con i gli emittenti²¹⁴. *De iure condendo*, tali forme di trasparenza potrebbero essere rese obbligatorie, quali clausole imposte che integrano di diritto il contenuto del contratto fra il gestore della piattaforma e l'utente (art. 1339 c.c.).

La *disclosure* in questione – da applicarsi indipendentemente dalla qualificazione del contenuto da pubblicare come raccomandazione in materia di investimento ai fini MAR – potrebbe essere di tenore più conciso rispetto a quanto previsto dalle norme europee per le raccomandazioni diffuse da "esperti", così da essere più adeguata al *medium*²¹⁵. Il gestore della piattaforma avrebbe quindi il dovere – oggi assolvibile con gli strumenti dell'intelligenza artificiale – di elaborare e presentare alla generalità degli utenti le informazioni fornite in una forma adatta al *layout* della piattaforma: si pensi a un'avvertenza, con grafica adeguata, nel momento in cui un utente visualizza il contenuto messo a disposizione (le *digital engagement practices* di cui si è dato conto al paragrafo 2 del capitolo 1 possono essere, qui, parte della soluzione)²¹⁶.

214 Si veda *supra*, note 177 ss. e testo corrispondente.

215 Ad esempio, si potrebbe richiedere all'autore una sintetica indicazione circa l'esistenza di una posizione di investimento sul titolo interessato dalla sua dichiarazione, nonché di relazioni/incentivi monetari o non monetari con l'emittente o con sue parti strettamente correlate. Si può ipotizzare un meccanismo che impedisca il caricamento di contenuti sul portale/forum/piattaforma se non sia stato completato un questionario propedeutico alla *disclosure* in questione. Inoltre, potrebbe prevedersi un dovere di aggiornamento a carico di chi abbia effettuato una *disclosure*.

216 Si potrebbe obiettare che una tale soluzione è difficilmente praticabile perché su qualsiasi sito, piattaforma o *social network* è possibile "caricare" contenuti di tipo finanziario, sicché sarebbero posti oneri su un numero indeterminato di gestori. Peraltro, al di là del fatto che *già oggi* la disciplina delle raccomandazioni in materia di investimento è di applicazione generale (nel senso che prescinde dal *medium* attraverso il quale la raccomandazione è diffusa), va ricordato che gli strumenti di intelligenza artificiale disponibili a tali gestori consentirebbero di intercettare, efficacemente ed a costi relativamente ridotti, la circolazione di informazioni sensibili in materia finanziaria, così come avviene

ii) *Vigilanza dei gestori*

Si potrebbe ipotizzare di introdurre un circoscritto dovere di monitoraggio in capo a coloro che gestiscono i luoghi virtuali su cui l'informazione viene diffusa; ciò, tuttavia, in termini strettamente funzionali al supporto alle autorità di vigilanza (in una logica di *gatekeeping*), così da evitare doveri generalizzati di "sorveglianza" che sarebbero oltretutto incompatibili con l'attuale quadro tracciato dalla disciplina europea sui servizi digitali.

Anzitutto, ai gestori di piattaforme potrebbe essere richiesto di vigilare sul rispetto delle loro stesse condizioni generali di contratto, escludendo dall'utilizzo della piattaforma gli autori di contenuti che non vi si conformino (v. sopra, *sub (i)*): si tratta, a ben vedere, di precisazioni rispetto a un dovere di "moderazione dei contenuti" già presente nella disciplina dettata dal DSA²¹⁷.

In secondo luogo, ai gestori potrebbe essere richiesto di identificare e segnalare all'Autorità di vigilanza situazioni di criticità nel rapporto fra contenuti pubblicati e posizioni di *trading* o conflitti di interesse: parametri e soglie di rilevanza potrebbero essere stabiliti a livello regolamentare (si pensi all'entità delle posizioni di investimento dichiarate, o alla rilevanza dell'autore, ad es. per numero di *follower*). Tale dovere di segnalazione consentirebbe di anticipare l'intervento dell'autorità nel momento in cui l'informazione "problematica" viene diffusa, là dove, invece, in presenza di micro-manipolazioni seguite da *herd behavior*, le autorità sono rese edotte della criticità dei contenuti diffusi quando gli stessi sono ormai riflessi nei prezzi degli strumenti finanziari interessati²¹⁸.

iii) *Opt-in*

Al fine di evitare un impatto dirompente sugli assetti di mercato, la disciplina sopra delineata potrebbe essere applicata gradualmente e su base volontaria, seguendo un modello di "*opt-in*".

Una strada da seguire potrebbe essere quella di codici di autodisciplina che recepiscono le soluzioni sopra ipotizzate, con una "copertura" legislativa. Ad esempio, coloro che aderiscono a un codice applicando il modello di *disclosure* "concisa" sopra ipotizzato sarebbero esentati – unitamente agli autori dei contenuti – dal più gravoso regime previsto per gli "esperti" dalla disciplina MAR.

in numerosi altri settori ritenuti "a rischio" per l'utenza. Per un sistema graduale e per possibili esenzioni, si si veda comunque *infra, sub (c)*.

217 Il DSA, infatti, ripone affidamento sull'*enforcement* delle condizioni generali applicate dai prestatori di servizi intermediari (si veda ad es. il considerando n. 26). Inoltre, il contenuto di tali condizioni è parzialmente vincolato, ad esempio per quanto riguarda la cosiddetta moderazione dei contenuti, funzionale ad identificare i contenuti illegali (considerando n. 45 ed art. 14): è previsto l'obbligo dei prestatori del servizio di agire in modo diligente per far applicare e rispettare le restrizioni in questione.

218 La soluzione ipotizzata appare coerente con il quadro di *enforcement* già oggi disponibile alle autorità di vigilanza nel quadro della disciplina sugli abusi di mercato, in considerazione dei pervasivi poteri investigativi di cui esse dispongono nei confronti di qualsiasi soggetto informato sui fatti, anche quando non vigilato nell'ambito della disciplina dei mercati finanziari: art. 23 MAR ed art. 187-*octies*, comma 3, Tuf.

Lo sviluppo di *sandboxes* avrebbe effetti equivalenti, seguendo il modello di legislazione pilota sperimentato, ad esempio, in materia di infrastrutture di mercato basate su tecnologia *blockchain*²¹⁹.

iv) Implicazioni derivanti dalla disciplina dei servizi di investimento

Coloro che hanno la responsabilità di gestire il luogo virtuale dove circolano i contenuti informativi possono organizzare il *feed* dei loro utenti ricorrendo a strumenti algoritmici e all'intelligenza artificiale. Di conseguenza, la presentazione dei contenuti di terzi potrebbe dipendere dalle preferenze dell'utente, quali "intercettate" dal gestore. Nonostante alcuni operatori dichiarino di escludere l'utilizzo di algoritmi a tal fine, ciò rimane un'opzione disponibile per migliorare la fruibilità da parte dei clienti e, potenzialmente, orientarne i comportamenti.

L'interferenza tra algoritmi e regole di comportamento delle imprese di investimento fa sorgere interrogativi. In particolare, ci si può chiedere se la selezione e il riordino di opinioni, commenti e raccomandazioni possa essere interpretato come servizio di investimento (consulenza) nel quadro della disciplina MiFID. Vi è poi da chiedersi se "ospitare" nel proprio portale raccomandazioni di terzi in relazione a certi strumenti finanziari sia coerente con la normativa sul governo di prodotto (art. 21, cc. 2-*bis* e 2-*ter*, Tuf)²²⁰.

Poiché il *copy trading* presenta problematiche strettamente connesse a queste, si affronta unitariamente la questione nel successivo paragrafo.

4 *Copy trading: il fenomeno*

Come accennato in precedenza, il *copy trading* (di poi, "CT") consiste nella movimentazione degli investimenti di un cliente replicando l'operatività di un altro *trader*²²¹. Seguendo la terminologia utilizzata nel dibattito sul tema, mi riferirò a tale *trader* come al "*copied trader*" e alle sue operazioni – replicate da o per un cliente – come ai "*segnali di trading*" (*trading signals*).

Il CT può assumere forme diverse. Una prima modalità (chiamata anche "*mirror trading*" o "*auto-trading*") consiste nel replicare automaticamente, sul portafoglio di un cliente, la globale operatività del *copied trader*, senza (o con limitato) controllo da parte del cliente stesso, il quale normalmente si limita a fissare soglie protettive di

219 Regolamento (UE) 2022/858 del 30 maggio 2022. Lo studio delle evidenze derivanti da una fase di applicazione sperimentale potrebbe portare a verificare i presupposti per l'adozione di una disciplina di universale applicazione. Si veda anche, per un cenno in dottrina, S. GUAN, *The Rise*, cit., p. 562.

220 Si tratta di un tema rilevante anche nell'ottica della proposta di Direttiva Omnibus, là dove s'intende richiedere agli intermediari "produttori" di configurare la strategia di distribuzione degli strumenti finanziari in relazione alle modalità di commercializzazione: art. 24, par. 5c, MiFID II, come modificato secondo la proposta.

221 La ricognizione più completa di pratiche di CT è offerta da ESMA, *Supervisory Briefing on supervisory expectations in relation to firms offering copy trading services*, 30 marzo 2023, ESMA35-42-1428 (di seguito, ESMA 2023). La letteratura giuridica è invece scarsa: si veda comunque, per alcuni cenni, J.E. FISCH, *op. cit.*, p. 1820; S. GUAN, *Meme Stock*, pp. 2066 ss.

"*stop loss*" o di ricorso alla leva finanziaria, riservandosi al più la facoltà di dare specifiche istruzioni su singole operazioni²²². Questa versione del CT richiede l'intervento di un intermediario finanziario, incaricato di eseguire su base continua le operazioni imitate. In questo senso, il CT si configura come un servizio che tale intermediario offre ai propri clienti.

Una seconda forma di CT è più elementare, ma anche più insidiosa sul piano dell'inquadramento giuridico. Si offre al cliente l'opportunità di imitare una o più *specifiche* operazioni provenienti da un *trader* terzo. Nel seguito mi soffermerò principalmente su tale forma di CT, che appare più problematica dal punto di vista normativo e di *policy*. Invero, questo CT "episodico" richiede un intervento meno invasivo da parte dell'intermediario finanziario: il cliente, infatti, si rivolge all'intermediario esclusivamente per eseguire *singoli trades* da imitare, selezionati dal cliente stesso. In altri termini, non vi è distinzione tra l'esecuzione dell'ordine "imitativo" del cliente e l'esecuzione di un qualsiasi altro ordine dallo stesso impartito. Peraltro, nel contesto digitalizzato di una piattaforma di *trading*, può avvenire che la rappresentazione delle operazioni "da imitare" nel *feed* di un utente-investitore venga a dipendere dalle sue preferenze e dal suo profilo di investimento. In tali casi, l'intermediario gestore della piattaforma potrebbe non limitarsi all'esecuzione degli *copied trades* impartiti, ma svolgere anche un ruolo in una fase precedente, allorché vengono selezionati i *trades* visualizzabili dal cliente.

In effetti, anche per quanto riguarda i rapporti tra la piattaforma e il *copied trader*, vi sono diversi livelli di interazione²²³. A un livello "zero", il *copied trader* opera *al di fuori* del circuito gestito dall'intermediario finanziario (es. la piattaforma); l'investitore importa dunque "manualmente" le operazioni sul suo *trading book*, impartendo al gestore l'ordine di eseguirle. Quest'ultimo rimane completamente "passivo" rispetto al fenomeno di imitazione. In alternativa, il *copied trader* può essere a sua volta utente della piattaforma, segnalando le sue operazioni all'interno della stessa.

In questo caso, occorre verificare il livello di collaborazione tra il gestore della piattaforma (impresa di investimento) e il *copied trader*. Quest'ultimo può essere un dipendente o mandatario dell'impresa stessa, nel qual caso può affermarsi che sia quest'ultima a offrire "idee di *trading*" ai suoi clienti. In altre situazioni, il *copied trader* agisce in modo indipendente, ma sulla base di un contratto con l'intermediario. La remunerazione prevista dal contratto costituisce certamente un "incentivo" ai sensi della disciplina MiFID²²⁴, ma il tema di maggiore interesse riguarda il ruolo dell'intermediario che raggruppa i segnali di *trading* e li mette a disposizione dei suoi clienti.

222 Una descrizione e regolamentazione contrattuale di tale servizio è contenuta, ad es., nelle condizioni generali di contratto di e-Toro, *Terms and Conditions – Europe (2022), Schedule E*.

223 Si veda altresì ESMA 2023, paragrafi 16-23.

224 Ai sensi dell'art. 24 MiFID II e, nel diritto interno, degli artt. 52 ss. del Regolamento CONSOB n. 20307/2018 (cosiddetto Regolamento Intermediari). ESMA 2023, paragrafo 63.

Esistono poi ulteriori "varianti", come quella che vede una non coincidenza tra l'impresa di investimento che fornisce il servizio di CT e quella che esegue gli ordini²²⁵.

4.1 Stato dell'arte

In sede europea, il CT non è finora stato oggetto di specifici interventi normativi. Tuttavia, le autorità di vigilanza ne hanno a più riprese proposto un inquadramento nel contesto della disciplina dei servizi di investimento.

In particolare, nei propri Q&A sulla (prima) Direttiva MiFID, l'ESMA si è soffermata sulla fattispecie che definita di "*mirror trading*": poiché, in tale situazione, l'impresa di investimento che fornisce il servizio esegue in via automatica segnali di *trading* di terzi senza alcun intervento del cliente, l'Autorità ha ricondotto tale servizio alla gestione di portafogli. Ciò comporta, sul piano delle norme di comportamento, che il servizio è soggetto alla regola di adeguatezza, con quanto ne discende in termini di obblighi di valutazione da riferire anche agli obiettivi di investimento del cliente²²⁶.

L'indicazione dell'ESMA era stata meno puntuale in relazione ai servizi di CT in cui non vi è automatica esecuzione di segnali di terzi. L'Autorità precisava che, in caso di decisioni di investimento assunte dal cliente (e non dall'intermediario), potrebbero venire in rilievo altri servizi di investimento, come la consulenza e la ricezione e trasmissione di ordini (RTO)²²⁷.

Le condizioni generali di contratto delle principali piattaforme di *trading* che operano in Europa tengono conto dell'interpretazione dell'ESMA, sicché, là dove offerto, il servizio di "*mirror trading*" è normalmente qualificato come servizio di gestione di portafogli ed è previsto il *test* di adeguatezza. Per quanto riguarda, invece, il CT eseguito su base episodica, si constata come venga esclusa espressamente la prestazione di un servizio di consulenza. Anzi, i gestori delle piattaforme rimarcano l'esclusiva responsabilità del cliente nella singola decisione di investimento, sia pure sulla base di informazioni veicolate dall'intermediario²²⁸.

A fine marzo 2023, l'ESMA è nuovamente intervenuta con l'obiettivo di fornire un proprio orientamento su tutte le forme di CT, affrontandone i diversi profili rilevanti

225 ESMA, *Questions and Answers on MiFID II and MiFIR investor protection and intermediaries topics* (ESMA35-43-349), 2023b, paragrafo 19.

226 Il riferimento è oggi all'art. 25, co. 2, della MiFID II, nonché all'art. 54 del Regolamento Delegato della Commissione (EU) 2017/565 del 25 aprile 2016 (di seguito, "Regolamento Delegato MiFID"). Ai sensi del primo paragrafo di tale ultima norma, «[q]uando i servizi di consulenza in materia di investimenti o di gestione del portafoglio sono prestati [...] attraverso un sistema automatizzato o semiautomatizzato, la responsabilità di eseguire la valutazione dell'adeguatezza compete all'impresa di investimento che presta il servizio e non è ridotta dal fatto di utilizzare un sistema elettronico per formulare la raccomandazione personalizzata». L'ESMA ha altresì precisato che la classificazione del servizio come gestorio non viene meno neppure quando il cliente – come è comune nelle fattispecie in esame – prestabilisce parametri di "*stop loss*" che vincolano l'attività dell'intermediario. ESMA, 2012/382, MiFID Questions and Answers, 2012, paragrafo 9, in <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2012-382.pdf>.

227 *Ibidem*. La posizione dell'ESMA è stata fatta propria da alcune autorità di vigilanza nazionali, tra cui la CONSOB: Comunicazione DIS/DIN/DTC/12062946 del 26 luglio 2012.

228 E-Toro, Terms and Conditions – Europe (2022), Schedule E, art. 5.

(informazioni al cliente, *governance* di prodotto, adeguatezza e appropriatezza, remunerazione dell'intermediario e *inducements*)²²⁹. La precedente posizione sul "*mirror trading*" è stata confermata, mentre le novità riguardano il CT "episodico". L'ESMA riconosce che, se un cliente "importa" sulla piattaforma segnali di *trading* veicolati, ad esempio, attraverso i *social media*, l'attività dell'intermediario gestore si limita, passivamente, all'esecuzione o alla ricezione/trasmissione dei relativi ordini dei clienti, in modalità "*execution only*". Invece, se l'intermediario intrattiene un "*(direct) link*" con il *copied trader*, la prestazione di un servizio puramente esecutivo viene giudicata "improbabile". L'Autorità sembra qui suggerire la presunzione che, se vi è una relazione contrattuale tra *copied trader* e intermediario gestore della piattaforma di scambio, allora quest'ultimo stia promuovendo i suoi *trading signals* nell'ambito di una più ampia "offerta" ai clienti: ciò che ci allontana dall'area dei servizi di mera *execution*, dove è possibile disapplicare gran parte delle norme di tutela per la verifica della situazione individuale del cliente al dettaglio.

Ciò che l'ESMA non precisa (rinviando a un'analisi caso per caso)²³⁰ è se la "raccolta" di segnali di *trading* e la loro proposta attraverso un portale integri la prestazione di un qualche servizio, diretto al cliente, che sia ulteriore e diverso rispetto alla successiva esecuzione degli ordini di scambio che lo stesso dovesse impartire. In un passaggio, l'Autorità formula l'esempio di clienti "copianti" che divengono destinatari di «messaggi contenenti raccomandazioni relative a specifiche decisioni di investimento o strumenti finanziari»²³¹: in questo caso, l'ESMA sembra suggerire che si sia in presenza di una raccomandazione personalizzata al cliente con riferimento a operazioni su strumenti finanziari, cioè una consulenza in materia di investimenti²³². Se così fosse – com'è nel caso del *mirror trading* – ne scaturirebbe l'applicazione del *test* di adeguatezza e, soprattutto, il dovere dell'intermediario di astenersi dal raccomandare operazioni non adeguate per il singolo cliente al dettaglio²³³.

La questione della prestazione, nell'ambito del CT, di un servizio da parte del gestore della piattaforma riveste un'importanza centrale per l'inquadramento delle relazioni tra gli utenti della piattaforma (che producono e ricevono contenuti attraverso

229 ESMA (2023b), paragrafo 9-10. Si tratta di documento non vincolante per gli operatori, con il fine di promuovere, tra le autorità di vigilanza nazionali, «*common supervisory approaches and practices*». Viene confermato il precedente orientamento del 2012.

230 ESMA (2023b), paragrafo 29 e 35.

231 ESMA (2023b), nelle "domande" al termine della Sezione 2.2.

232 Artt. 1.1(4) MiFID II e 1, comma 5-*septies*, Tuf. È appena il caso di ricordare i due elementi chiave che caratterizzano il servizio in questione: i) la natura personalizzata della raccomandazione (che è presentata come idonea per il destinatario o si basa sulla considerazione delle sue caratteristiche) e ii) la specificità dell'operazione cui si riferisce. Per contro, una raccomandazione rivolta al pubblico non è "personalizzata". Art. 9 del Regolamento Delegato MiFID.

Un aspetto sul quale il documento dell'ESMA si sofferma diffusamente riguarda la distinzione tra gestione di portafoglio e consulenza. In continuità con l'orientamento già espresso nel 2012, l'ESMA ha precisato che la previsione di un diritto del cliente di impartire istruzioni all'intermediario (nella forma di *stop loss* o chiusura di posizioni aperte) non esclude la configurabilità di un servizio di gestione di portafogli (paragrafo 33), come anche nel caso in cui il cliente disponga di un margine di tempo per modificare o cancellare l'operazione che, altrimenti, si esegue in via automatica (Sezione 2.2, *in fine*).

233 Art. 54, co. 10, del Regolamento delegato MiFID.

la stessa) e per comprendere il grado di tutela di cui i clienti *retail* possono oggi beneficiare.

In effetti – come già osservato a proposito dei *fin-influencer*, richiamando le categorie del DSA – l'intermediario, come tale, svolge sempre il servizio di veicolare e "ospitare" i contenuti prodotti dal *copied trader*. Sennonché, il "mero trasporto" non è un servizio di investimento e dunque non determina l'attivazione di specifici presidi di tutela per il cliente e neppure, come visto in precedenza (paragrafo 3.2 del capitolo 3), una responsabilizzazione del gestore per i contenuti veicolati ai sensi della disciplina dei servizi digitali.

È bene precisare che, nel CT, tali contenuti (i segnali di *trading*), a loro volta, neppure sono espressione di un qualche servizio che sia imputabile al *trader* che li genera e diretto al singolo utente che li riceve. Il *copied trader* non "vede" gli utenti che ne sono destinatari e, quindi, per definizione, non "personalizza" la propria raccomandazione: non presta, quindi, una consulenza. Al più il segnale di *trading* può considerarsi una raccomandazione in materia di investimento *in incertam personam*, secondo la disciplina degli abusi di mercato²³⁴.

Si ripropone allora l'interrogativo sul "salto di fattispecie": se l'intervento dell'intermediario sui contenuti veicolati ne determini la configurazione come prestatore di un servizio di investimento nei confronti del cliente che accede al suo portale. Seguendo l'indicazione che proviene dalle norme sui servizi digitali (art. 27 DSA), un discrimine normativamente rilevante sembra essere quello dell'utilizzo di sistemi algoritmici che consentono di ordinare i segnali di *trading* in modo tale da adattarli alle preferenze del singolo investitore. Non vi è dubbio, anche sotto il profilo della disciplina sui servizi di investimento, che tale attività di "profilazione" faciliti l'abbinamento fra i segnali e la "considerazione delle caratteristiche" dell'investitore in questione, cioè la personalizzazione del cliente destinatario di consulenza.²³⁵ Si può allora avanzare l'ipotesi che, fra chi genera il segnale di *trading* (il *copied trader*) e chi lo "personalizza" (l'intermediario), sia quest'ultimo a prestare una consulenza.

Residuano peraltro importanti margini di incertezza applicativa, che inducono a cautela soprattutto in quelle ipotesi nelle quali il segnale di *trading* venga presentato come un'informazione all'utente e non già come una raccomandazione all'effettuazione di un certo investimento.²³⁶ Nella logica della MiFID, esiste invero una distinzione tra "informazione" e "raccomandazione". "Filtrare" l'informazione che giunge al cliente non significa necessariamente trasformarla in una raccomandazione di investimento

234 Il che, beninteso, non esclude – come detto – che tale attività del *copied trader* possa costituire un servizio (remunerato) reso all'intermediario gestore: il servizio, appunto, consistente nel rendere disponibili sulla piattaforma i segnali di *trading* in questione.

235 Art. 9 del Regolamento Delegato MiFID.

236 Su tale distinzione si veda ancora CESR, *Understanding the definition of advice under MiFID. Questions Et Answers*, 2010, paragrafo 13 ss., in https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/10_294.pdf.

attribuibile all'intermediario²³⁷; e ciò, a maggiore ragione, se non vi è una relazione commerciale tra il *copied trader* e l'intermediario²³⁸.

4.2 Possibili strategie di intervento

È possibile – come è stato recentemente osservato²³⁹ – che la nozione di consulenza tradizionalmente accolta dalla MiFID non sia più adatta a intercettare i flussi di informazione che proliferano nei contesti digitalizzati, incluso il CT. Si avverte allora l'esigenza di ripensare il concetto di consulenza e le sue regole: Filippo Annunziata ha proposto, ad esempio, di introdurre un *test* di "adeguatezza digitale" applicabile a tutti coloro che accedono a canali digitali di informazione finanziaria e investimento, indipendentemente dalla qualificazione del servizio²⁴⁰.

Forse, e più radicalmente, è la "leva normativa" del servizio di consulenza a non costituire la strategia di regolazione migliore per disciplinare il CT e, più in generale, i fenomeni di intermediazione digitale di informazioni sensibili per gli investitori. La disciplina di questo servizio si concentra attualmente (ma anche in prospettiva, secondo l'impostazione della "Direttiva Omnibus") su una valutazione di *adeguatezza caso per caso*, che appare inadatta alle esigenze di protezione di investitori *retail* che coltivano aspettative di operatività veloce e ripetuta. Questi investitori utilizzano le piattaforme come fonti di "approvvigionamento" di informazioni (es.: segnali di *trading*) provenienti da terzi, la cui convenienza intendono però valutare in proprio, senza affidarsi alle cure di un intermediario.

In aggiunta, la riforma della disciplina degli incentivi contenuta nella proposta di "Direttiva Omnibus" potrebbe complicare non poco la prestazione di servizi di CT, specialmente nei casi in cui vi sia una relazione commerciale tra *copied trader* e intermediario che veicola i segnali. Da un lato, secondo la proposta il pagamento di incentivi (anche non monetari) sarebbe in futuro vietato qualora l'intermediario si limiti a fornire al cliente servizi in modalità *execution only*²⁴¹. Dall'altro, se viene fornita consulenza,

237 *Ivi*, al paragrafo 24: «A critical factor would be whether the process is limited to assisting the person to make his own choice of product which has particular features which the person regards as important: if this is the case then it is unlikely that the process will involve a personal recommendation». Non sfugge, peraltro, che il CESR abbia elaborato questa linea guida in un'era pre-algoritmica. In ambiente "gamificato", messaggi *engaging* – comuni nelle odierne piattaforme – quali «le persone come te farebbero la stessa operazione» oppure "prova questo trade" non paiono compatibili con questo assunto.

238 Le incertezze crescono ancora ove si consideri che, nella percezione comune, lo stesso cliente che "copia" il segnale di *trading* non sta rivolgendosi a terzi per consultarsi o verificare se l'operazione in questione sia compatibile con i suoi piani di investimento. In una prospettiva comportamentale, quell'"utente" sta esplorando opportunità offerte da terzi, con la pretesa di valutarne da solo i rischi. Non vi è quindi la pretesa di *affidarsi* ad un terzo: né all'intermediario gestore della piattaforma (percepito come mero tramite del segnale di *trading*), né al *copied trader* (di cui "ci si fida", ma da cui non si pretende di ricevere segnali adeguati al proprio profilo); quasi che una *consulenza* qualsivoglia fosse rifiutata in partenza. Quasi superfluo evidenziare le differenze rispetto al caso del *roboadvice*, dove – diversamente dal CT – il cliente deliberatamente si affida alla elaborazione automatizzata dell'impresa di investimento, la quale agisce sulla base di algoritmi che partono dalle informazioni di profilo fornite dal cliente.

239 F. ANNUNZIATA, *op. cit.*, pp. 22 ss.

240 *Ivi*, p. 23.

241 Si veda la proposta di art. 24a.2 nel testo della MiFID II.

il pagamento di incentivi verrebbe subordinato al nuovo "*best interest test*": l'intermediario deve basare la propria consulenza su un portafoglio appropriato di prodotti, raccomandare quello preferibile in termini di costi, e offrire almeno un prodotto alternativo che abbia le caratteristiche descritte nell'art. 29b della Direttiva 2014/65/UE (cosiddetta MiFID II, come in ipotesi modificata). Si tratta di vincoli strutturalmente incompatibili con le modalità con cui il CT è attualmente reso disponibile ai clienti.

Il quadro dell'evoluzione tecnologica suggerisce una razionalizzazione delle tutele previste in relazione al CT (e, in prospettiva, ad altri servizi simili). In contesti digitalizzati, un modello regolatorio particolarmente adatto sembra essere quello della *product governance*.

Si è sostenuto che gli intermediari che offrono servizi di CT sarebbero già oggi considerabili alla stregua di "distributori" degli strumenti finanziari oggetto del segnale di *trading*, dal momento che si adoperano per eseguire le operazioni "copiate"²⁴². Entra qui in gioco il dovere dei distributori di assicurare «che gli strumenti e i servizi che intendono offrire [...] siano compatibili con le esigenze, le caratteristiche e gli obiettivi di un determinato mercato di riferimento e che la strategia di distribuzione sia coerente con tale mercato»²⁴³. Variabili chiave nella definizione del mercato di riferimento (*target market*) sono, per categorie di clienti, la complessità degli strumenti finanziari interessati e il tipo di servizio fornito. Per esempio, nel disegnare il mercato di riferimento di certi strumenti complessi, il distributore potrebbe adottare un approccio più prudente qualora offra servizi puramente esecutivi, impedendo che tali strumenti raggiungano una clientela non sofisticata. Per contro, se i servizi sono *advised* (consulenza, gestione di portafogli), i confini del mercato di riferimento potrebbero essere più ampi, perché il *test* di adeguatezza assicura una forma di controllo più pervasiva²⁴⁴.

Ora, con riferimento al CT, è da ritenere che, già sulla base della legislazione vigente, gli intermediari siano responsabili se, per esempio, consentono a soggetti privi di specifico *track record* (o sulla cui esperienza non è stato possibile raccogliere un numero sufficiente di informazioni) l'accesso a opportunità di *trading* in prodotti rischiosi. In questi casi, l'intermediario che non presti consulenza dovrebbe attentamente rivedere i confini del *target market* degli strumenti finanziari che, suo tramite, sono distribuiti ai clienti mediante il CT²⁴⁵.

Ciò posto, la via del "governo di prodotto" potrebbe essere ulteriormente sviluppata. Ad esempio, le autorità di vigilanza potrebbero specificare, con un intervento regolamentare, che il CT per certe classi di prodotto può essere indirizzato a clienti *retail* privi di esperienza solo subordinatamente alla disponibilità di informazioni sui

242 Così ritiene l'ESMA (2023b), paragrafo 49. Si ricorda che, ai sensi dell'art. 16 c.3 MiFID II, sono intermediari distributori coloro che "offrono o raccomandano" strumenti finanziari, "prodotti" dagli stessi distributori o da altri intermediari (si veda anche art. 62 Regolamento Intermediari).

243 Art. 71, comma 1, Regolamento Intermediari, che attua sul punto la Direttiva delegata (UE) 2017/593 della Commissione del 7 aprile 2016.

244 ESMA, Guidelines on MiFID II product governance requirements, 2018, ESMA35-43-620, paragrafo 43-48.

245 L'attenzione nei confronti della definizione del mercato di riferimento è presente nel documento di ESMA, 35-43-620, Guidelines on MiFID II product governance requirements, in <https://www.esma.europa.eu/document/guidelines-mifid-ii-product-governance-requirements>, 2023c, paragrafo 47-50.

rischi del prodotto e sulla passata *performance* del *trader*.²⁴⁶ Inoltre, in caso di ricorso ad algoritmi, all'intermediario potrebbe essere imposto di adeguarli in modo tale da impedire che certi strumenti finanziari raggiungano clienti appartenenti al cosiddetto *target market* negativo.

Sempre *de iure condendo*, un passaggio ulteriore – da valutare sulla scorta di adeguata ricerca empirica – sarebbe quello di prendere atto di una intrinseca pericolosità del CT e, così, di proibire l'esecuzione delle relative operazioni (esecuzione ordini, RTO) in modalità *execution only*. In sostanza, in caso di CT diverrebbe sempre applicabile il *test* di appropriatezza, il cui eventuale esito negativo non sarebbe "bloccante", ma consentirebbe l'esecuzione dell'operazione su iniziativa del cliente, a seguito di apposita avvertenza²⁴⁷. Tale soluzione consentirebbe altresì, nell'ottica della Direttiva Omnibus, di rendere il servizio di CT compatibile con la corresponsione di incentivi ai *copied traders*, seguendo l'attuale tendenza del mercato.

In tale contesto – dove il cuore della protezione dell'investitore si sposta dal rapporto intermediario-cliente verso presidi che operano *ex ante* e per tutto il mercato di riferimento – il "tema" della consulenza diverrebbe residuale, poiché tale servizio finirebbe per applicarsi ai soli clienti che la richiedano o a coloro che ricadono al di fuori del *target market*. Il *focus* della regolazione, insomma, si muove dall'area dei servizi di investimento e da una tradizionale prospettiva di governo del prodotto (*i.e.* definizione del mercato *target* in base alla complessità dello strumento finanziario) verso una prospettiva di governo del servizio, *i.e.* definizione del mercato *target* in base alle caratteristiche di un servizio, quale il CT, che si connota per una particolare "induttività" al *trading*, accrescendo i rischi per gli investitori al dettaglio.

246 In prospettiva, questo regime di *disclosure* (di cui potrebbe essere onerato lo stesso *copied trader*) si combinerebbe con il nuovo regime contemplato dalla proposta di "Direttiva Omnibus": e ciò, da un lato, per quanto riguarda la definizione della strategia di distribuzione che, secondo la proposta, dovrebbe specificamente soffermarsi sulle tecniche di commercializzazione (art. 1, co. 12, della proposta); e, dall'altro, per quanto riguarda le avvertenze richieste con riferimento agli strumenti finanziari "particolarmente rischiosi" (art. 24, par. 5c, secondo la proposta). Ciò si aggiunge alle misure di *product intervention*, applicate, ad esempio, ai *contracts for difference* (ESMA, 35-43-1135, *Notice of ESMA's Product Intervention Decisions on CFDs and binary options*, 22 maggio 2018).

247 Il *test* potrebbe valersi della formula "*enhanced*" prevista nella proposta di riforma dell'art. 25, par. 3, MiFID II, come elaborata nell'art. 1, co. 14, della "Direttiva Omnibus", si da includere, tra i fattori da considerare, anche la capacità del cliente di sopportare le perdite e la tolleranza al rischio.

Il ruolo delle piattaforme digitali nella *gamification* dell'investimento finanziario: profili patologici nel rapporto con l'investitore *retail*

(M. Gargantini)

CAPITOLO QUARTO

Come i capitoli precedenti hanno dimostrato, la *gamification* dei processi di investimento si è sviluppata grazie al ricorrere di alcune condizioni, di carattere tanto tecnologico quanto giuridico, che hanno creato un contesto favorevole alle interazioni tra investitori nonché tra investitori e intermediari. Tali condizioni hanno facilitato o, quantomeno, consentito una particolare rapidità e convenienza delle decisioni disinvestimento (e di disinvestimento) da parte degli investitori *retail*. In questo senso, alla velocità delle connessioni di rete e dei programmi di *trading online* e alla possibilità di accedere alle piattaforme di negoziazione tramite telefoni cellulari ha corrisposto, sul fronte normativo, la definizione di un quadro giuridico che ha consentito – in modo spesso, ma forse non sempre, consapevole – di eliminare le restrizioni normative che avrebbero potuto rendere meno fluido il processo di assunzione, comunicazione ed esecuzione degli ordini di negoziazione.

Questa sezione analizza alcune tra le condizioni giuridiche ora ricordate, concentrandosi sulle previsioni (e sulle relative interpretazioni) che hanno avuto quale effetto la velocizzazione del processo di investimento. In parte, tali previsioni hanno condotto al risultato indicato in via diretta, tramite la riduzione dei costi di transazione legati all'invio e all'esecuzione di ordini. In parte, la maggiore rapidità a cui si è fatto ora cenno è stata invece conseguita in misura più indiretta, ma non perciò meno significativa. È quanto accaduto, ad esempio, tramite il ricorso alle deroghe stabilite con riguardo vuoi regime di tutela della clientela, che impone, in linea generale, la valutazione di appropriatezza del servizio, vuoi, ancora, agli obblighi di migliore esecuzione degli ordini della clientela (cosiddetta *best execution*).

Un altro elemento che ha in parte contribuito allo svilupparsi della *gamification* è la prestazione di servizi di ricezione, trasmissione ed esecuzione di ordini (il cosiddetto brokeraggio, nel linguaggio della pratica) senza commissioni a carico del cliente. Di per sé, l'assenza di commissioni non velocizza l'espressione o l'esecuzione di decisioni di investimento. Tuttavia, essa gioca un ruolo significativo nel rendere più rapidi i processi mentali che conducono all'assunzione di tali decisioni, le quali possono condurre a compiere più operazioni di quante un approccio ottimale suggerirebbe (cosiddetto *behavioural churning*)²⁴⁸. Pure in tal caso, come sopra indicato, gli investitori possono infatti seguire scorciatoie mentali che, trascurando la presenza di variabili rese

248 J. FALLOW TIERNEY, *Investment Games*, 72 Duke Law Journal 353-446 (2022) in <https://scholarship.law.duke.edu/dlj/vol72/iss2/2>, p. 433.

meno evidenti dalla strategia del prestatore dei servizi, rendono la decisione più agevole e rapida, ma non necessariamente più conveniente.

1 «Se non lo paghi, il prodotto sei tu»: la *gamification* e i servizi di negoziazione a zero commissioni

Come anticipato, la *gamification* nella forma in cui la conosciamo oggi è stata grandemente facilitata dall'offerta, da parte di alcuni prestatori, di servizi di negoziazione a zero commissioni. Questa pratica è stata recentemente oggetto di una significativa riforma che ha previsto l'introduzione, nel diritto europeo, di un divieto assoluto. Il divieto di prestazione di servizi di brokeraggio con percezione di incentivi da terzi soggetti diverrà pienamente efficace, per i paesi in cui la pratica è attualmente consentita, il 30 giugno 2026. Al fine di comprendere la *ratio* di questo divieto e, in seguito, la sua opportunità, si analizzano brevemente due aspetti correlati al ruolo dell'assenza di commissioni esplicite rispetto alla *gamification*. Il primo aspetto riguarda l'impatto del regime delle commissioni sulle decisioni di investimento. Il secondo aspetto riguarda il rapporto tra tale regime e le dinamiche delle piattaforme in senso economico.

1.1 Gli effetti del regime commissionale sulle decisioni di investimento

La possibilità di inviare ordini di acquisto o vendita di strumenti finanziari senza doversi preoccupare del costo che ne deriva semplifica lo svolgimento di un'attività di negoziazione svolta con la rapidità di un tocco sullo schermo del telefono: per quanto tale rapidità sia tutt'altro che capace di competere con i tempi di reazione dei partecipanti al mercato più sofisticati, essa è sufficientemente breve da favorire decisioni talora impulsive o, anche quando più meditate, soggette a un'attenzione inferiore a quella che sarebbe richiesta dai costi effettivi delle decisioni di investimento e disinvestimento assunte.

Poiché nei mercati finanziari, come in qualunque settore dell'economia, non esistono pasti gratis, i costi della prestazione dei servizi di ricezione e trasmissione o esecuzione di ordini devono essere coperti da forme alternative alle commissioni rimosse. La fonte dei ricavi per il prestatore dei servizi si presenta in questi casi sotto forma di un maggiore *spread* applicato alle condizioni di esecuzione dell'ordine. Un esempio aiuterà a chiarire il punto.

Immaginiamo un investitore A che, avvalendosi della piattaforma di negoziazione X, invii alla stessa un ordine di acquisto per cento azioni. Ipotizziamo anche, per semplicità, che l'esecuzione dell'ordine non sia internalizzata²⁴⁹ e che, nel nostro esem-

²⁴⁹ L'internalizzazione può ad esempio essere impedita dalle regole che impongono l'invio di ordini relativi ad azioni ammesse a negoziazione presso un mercato regolamentato ad una sede di negoziazione o ad un internalizzatore siste-

pio, la piattaforma X invii l'ordine, per la sua esecuzione, a un internalizzatore sistematico S, verso corrispettivo (cosiddetto *payment for order flow* – PFOF)²⁵⁰. La convenienza per X nel perseguire questa strategia di esecuzione dell'ordine deriva appunto dal fatto che il corrispettivo così ricevuto da S assicura la copertura dei costi del servizio in luogo delle commissioni, come detto ridotte a zero. Perché, tuttavia, S dovrebbe essere interessato a sostenere un costo per operare come negoziatore per conto proprio (cosiddetto *dealer*) in relazione all'ordine di A? Il motivo è che, come ogni *dealer*, S ottiene un profitto dallo *spread* denaro-lettera applicato alle compravendite di cui esso è parte, ottenendo un profitto dalla vendita (acquisto) di strumenti finanziari a un prezzo maggiore (minore) rispetto a quello versato (ottenuto) nelle operazioni di segno opposto. Una volta eseguita l'operazione, il beneficio netto che A trae dalla mancata prestazione di commissioni è ridotto dalle condizioni, parzialmente meno favorevoli per A, alle quali si è concluso il contratto di compravendita.

L'esempio che precede indica come la possibilità di garantire, a valle, servizi gratuiti si regga sulla possibilità di applicare al medesimo cliente, a monte, condizioni di esecuzione relativamente meno vantaggiose²⁵¹, benché come si vedrà non vi è piena certezza circa il fatto che tali condizioni siano svantaggiose in senso assoluto. La presenza di questi costi, pur soggetta alle forme di pubblicità che si indicheranno nei paragrafi successivi, ha nella percezione del cliente *retail* un rilievo certamente minore rispetto a quella, di immediata visibilità e di facile comprensione, relativa all'assenza di commissioni. Ne deriva una dinamica, molto affine a quella di una euristica della disponibilità (*availability heuristic*), per cui le informazioni percepite come più salienti tendono a determinare le decisioni degli operatori economici più di quanto non facciano altre evidenze, pur oggettivamente altrettanto o più significative, che siano meno distinguibili rispetto agli altri elementi del contesto informativo (cosiddetto *salience bias*)²⁵². Come si vedrà, i potenziali costi occulti dei servizi che comportano strategie commerciali di PFOF sono oggetto di limitazioni e di obblighi di trasparenza: questi ultimi, tuttavia, prevedono spesso che tali dati siano forniti nel contesto di documenti

matico (cosiddetta *trading obligation* o obbligo di negoziazione). Gli internalizzatori sistematici sono imprese di investimento che negoziano per conto proprio "in modo organizzato, frequente, sistematico e sostanziale [...] eseguendo gli ordini del cliente" al di fuori di una sede di negoziazione (art. 4, cc. 1 e 20, Dir. 2014/65/UE – MiFID II).

250 L'invio degli ordini proprio ad un internalizzatore sistematico è ipotesi frequente, tanto da essere assunta a riferimento nella stessa proposta relativa all'introduzione del divieto di PFOF (COMMISSIONE EUROPEA, *Proposal for a Regulation of the European Parliament and of The Council amending Regulation (EU) No 600/2014 as regards enhancing market data transparency, removing obstacles to the emergence of a consolidated tape, optimising the trading obligations and prohibiting receiving payments for forwarding client orders* (COM/2021/727 final), 2021, p. 16). Del resto, l'invio degli ordini a *dealer* che non siano internalizzatori sistematici non potrebbe che riguardare volumi contenuti e, al contempo, l'instradamento ad una sede di negoziazione non potrebbe assicurare, nel caso in cui sia presente una pluralità di market maker o di altri investitori, che l'ordine raggiunga un *dealer* con il quale sussista un accordo di retrocessione. Si veda tuttavia, per un differente modello di sede di negoziazione in cui operi un solo *dealer*, di LANG & SCHWARZ descritto di seguito nel testo.

251 M. FRANCHI, *Best execution, multiple trading venues e sistemi di scambi organizzati: alcune considerazioni generali ed un'analisi empirica del mercato dei Titoli di Stato*, Quaderno di Finanza CONSOB, disponibile su <https://www.consob.it/>, 2003, pp. 6 ss.

252 R. H. THALER e C. R. SUNSTEIN, *Nudge. Improving Decisions About Health, Wealth, and Happiness*, Penguin Books, Londra, 2009, pp. 24 ss. e 100 ss.

di difficile lettura e di mole consistente e, pertanto, non sono in grado di attrarre l'attenzione del cliente *retail* medio quanto può fare l'indicazione relativa alla mancanza di commissioni di negoziazione²⁵³.

Come anticipato, il fenomeno della *gamification* per come lo conosciamo oggi riposa in parte anche sulla possibilità, per alcune piattaforme che offrono servizi di negoziazione, di offrire sul mercato tali servizi senza commissioni. In assenza di questa leva commerciale, difficilmente le dinamiche di gruppo generate sui *social media* quali *forum online* e blog, spesso orientate da soggetti quali i *fin-influencer*, si tradurrebbero in volumi di negoziazione tanto ampi quanto quelli che si sono osservati in tempi recenti. Soprattutto, è proprio la facilità di accesso, effettiva o percepita, ai servizi di negoziazione a spiegare una partecipazione di pubblico tanto ampia alle interazioni che su quei blog e quei *forum* si svolgono.

1.2 Economie di piattaforma e vendita degli ordini

Il meccanismo contrattuale su cui si basa il PFOF riproduce alcuni tratti propri delle piattaforme in senso economico²⁵⁴. Queste infrastrutture si caratterizzano per le peculiari dinamiche di funzionamento, che accomunano soggetti quali le borse valori (mercati regolamentati), le carte di credito, i servizi telefonici, i fornitori di *software* quali Microsoft, le case editrici e, infine, servizi quali quelli offerti da Facebook o Amazon²⁵⁵. In questa sede, è sufficiente osservare che tra le caratteristiche tipiche di queste piattaforme rientra la loro capacità di ridurre i costi di ricerca e, più in generale, di transazione nelle interazioni tra diversi gruppi di utenti. Ad esempio, i servizi di gestione delle carte di credito consentono di connettere gli esercizi commerciali, da un lato, con i consumatori, dall'altro. Similmente, Facebook connette coloro che vi abbiano attivato un account (tra loro e) con gli acquirenti dei servizi pubblicitari svolti su quel *social media*.

L'esempio di Facebook è particolarmente utile perché illustra come le elasticità incrociate delle curve di domanda dei servizi percepiti dai diversi gruppi di utenti possano condurre a una massimizzazione del beneficio complessivo tramite definizione di prezzi diversi per gruppi di utenti diversi. In alcuni contesti, ciò può anche comportare che alcuni utenti possano ricevere le prestazioni della piattaforma a titolo gratuito o, in taluni casi, possano addirittura esserne remunerati. Così, ad esempio, a seconda del potere contrattuale e del prezzo di riserva di autori e lettori coinvolti, alcune case editrici sono remunerate esclusivamente dai lettori e remunerano a propria volta gli autori, i quali pertanto beneficiano di un prezzo addirittura negativo, mentre altre sono remunerate da entrambi i gruppi²⁵⁶.

253 ESMA, 2022a, *cit.*, paragrafo 174.

254 J. C. ROCHET e J. TIROLE, *Platform Competition in Two-Sided Markets*, in *Journal of the European Economic Association*, 990, 2003, p. 990; N. LINCiano, G. SICILIANO e G. TROVATORE, *L'industria dei servizi di regolamento delle operazioni in titoli. Struttura, dinamiche competitive e questioni regolamentari*, in Quaderni di finanza CONSOB, No 58, 2005.

255 M. RYSMAN, *The Economics of Two-Sided Markets*, in *Journal of Economic Perspectives*, 2009, p. 125.

256 In termini generali F. ZINGAL e F. BECKER, *Drivers of Optimal Prices in Two-Sided Markets: the State of the Art*, in *Journal für Betriebswirtschaft*, 2013, p. 87. Per un esempio di prezzo negativo nel settore delle infrastrutture dei mercati

Analoghe dinamiche si sviluppano quando la sopportazione di una perdita sul lato della piattaforma caratterizzato da elasticità elevata (segmento cosiddetto *loss-leader*) permette di attrarre utenti in misura sufficiente a sviluppare esternalità positive sull'altro lato della piattaforma (segmento cosiddetto *profit-making*), coinvolgendo pertanto – sempre su quest'ultimo lato – clienti disposti a pagare per entrare in contatto con i componenti del primo gruppo e, così facendo, a coprire interamente i costi di funzionamento della piattaforma. Tornando all'esempio delle carte di credito, maggiore il numero di titolari di carte appartenenti a una determinata piattaforma, maggiore il numero di titolari di esercizi commerciali che avranno interesse ad aderire a quella piattaforma: ciò, infatti, consente loro di beneficiare di un più elevato afflusso di clientela meno disposta a pagare in contanti. Al contempo, maggiore il numero di esercizi commerciali aderenti, maggiore l'interesse dei consumatori ad aderire a tale piattaforma. Tali dinamiche determinano, come detto, esternalità positive che si sviluppano tra i due lati della piattaforma, dato che l'adesione di un consumatore (o di un esercente) alla piattaforma determina un beneficio non solo per tale consumatore (o esercente), ma anche per gli esercenti (o per i consumatori, rispettivamente) sull'altro lato della piattaforma stessa, che avranno in tal modo accesso a un maggior numero di controparti. Analogie e differenze con il modello Facebook sono evidenti: anche quest'ultimo *social network* connette (almeno) due gruppi di utenti: coloro che, avendo attivato un account, vi accedono per condividere contenuti e coloro che inviano comunicazioni di carattere pubblicitario ai primi. In questo caso, peraltro, le esternalità positive si manifestano non solo tra i due lati della piattaforma, ma anche sullo stesso lato: più titolari di account vi sono, più vantaggiosa è la piattaforma per chi intenda collegarvisi.

Il modello delle piattaforme è senz'altro utile per inquadrare la struttura dei mercati dei servizi di negoziazione che stiamo esaminando. Anche in questo caso, infatti, più saranno i clienti che inviano ordini a un *broker*, più forte l'attrattività e il potere contrattuale di quel *broker* nei confronti dei *dealer* (tipicamente, internalizzatori sistematici) a cui gli ordini sono instradati verso corrispettivo. Le dinamiche di esternalità positiva che caratterizzano le piattaforme di negoziazione in esame si sviluppano pertanto tra i due lati della piattaforma: un'interazione diretta tra i clienti *retail* qualificherebbe infatti il *broker* come sede di negoziazione (art. 4, cc. 1, 19, 21, 22, 23, 24 dir. 2014/65/UE – MiFID II)²⁵⁷.

Occorre tuttavia considerare che, spesso, l'identificazione di un segmento di utenti della piattaforma quali beneficiari dei servizi a titolo gratuito può non essere immediata. Tornando al caso di Facebook, è facile osservare come, pur non comportando una prestazione di carattere pecuniario, la partecipazione alla piattaforma dà luogo alla condivisione di dati personali che sono senz'altro suscettibili di valutazione economica (art. 1174 cod. civ.)²⁵⁸. Con riferimento a queste pratiche, è stato coniato il

finanziari si veda A. CYBO-OTTONE et al., *Recent Development in the Structure of Securities Markets*, in *Brookings-Wharton Papers on Financial Services*, 2000, p. 223.

257 Sui confini normative delle sedi di negoziazione alla luce della multilateralità delle interazioni che vi avvengono si veda ESMA, 70-156-6360, *Final Report on ESMA's Opinion on the Trading Venue Perimeter*, 2023a.

258 J. GONZALEZ CABAÑAS et al. (2017), *FDVT: Data valuation tool for Facebook users*, in Proceedings of the 2017 CHI Conference on Human Factors in Computing Systems (ACM), p. 3799.

detto – di attribuzione incerta²⁵⁹ – secondo cui, quando un servizio è offerto gratuitamente, il prodotto sono i clienti (*rectius*: i loro dati). L'economia delle piattaforme di negoziazione varia, pertanto, a seconda che queste ricorrano o meno al PFOF. In caso affermativo, il prezzo del servizio esiste ma è meno visibile: tuttavia, in entrambi i casi il costo della prestazione del servizio è sopportato dalla clientela (tendenzialmente *retail*).

Naturalmente, al di là degli aspetti giuridici relativi alla tutela della clientela (su cui si tornerà tra breve), la domanda inevitabile è se i costi sopportati dal cliente sotto forma di *spread* relativamente maggiori siano capaci di più che compensare i risparmi derivanti dall'assenza di commissioni di negoziazione. In caso di risposta affermativa, infatti, la pratica del *trading* senza commissioni si rivelerebbe dannosa a causa della sua capacità di sfruttare un evidente limite cognitivo e, pertanto, degna di un intervento di regolazione quale il divieto assoluto recentemente approvato – salva la necessità di ponderare i benefici netti di tali misure, alla luce di eventuali inefficienze della disciplina. Di tali aspetti si occupa la sezione che segue.

2 L'impatto del PFOF sugli investitori: alcune evidenze empiriche

Il meccanismo di funzionamento del PFOF solleva inevitabilmente dubbi di natura sostanziale circa la capacità della riduzione (o dell'azzeramento) delle commissioni di migliorare le condizioni di esecuzione degli ordini della clientela, al netto del possibile aumento dello *spread* denaro-lettera applicato in conseguenza della necessità di remunerare l'intermediario e la sede di esecuzione. A tale riguardo, le opinioni sono piuttosto variegate, anche se sembra di potersi osservare una prevalenza delle posizioni che ritengono il PFOF deleterio per gli investitori.

In senso favorevole alla funzione del PFOF si collocano gli studiosi che sottolineano come la competizione tra *market maker* per l'attrazione degli ordini più che compensa il potenziale aumento dello *spread* denaro-lettera, rendendo pertanto il PFOF complessivamente vantaggioso per gli investitori finali²⁶⁰. Tra gli studi più noti a supporto del PFOF rientra anche una ricerca della tedesca BaFin, la quale ha valutato le condizioni di esecuzione presso le quattro principali sedi di esecuzione attive in Germania²⁶¹ giungendo alla conclusione che queste piattaforme garantiscono regolarmente condizioni migliori di quelle offerte dal mercato di riferimento per volumi di negoziazione ridotti e, quindi, proprio per gli investitori *retail* che meno facilmente possono permettersi di sostenere commissioni di negoziazione tradizionali. Al contrario, il vantaggio verrebbe meno per volumi superiori²⁶².

259 Si veda ad es. J. LANCHESTER, *You are the product*, in *London Review of Books*, 2017, in <https://www.lrb.co.uk/v39/n16/john-lanchester/you-are-the-product>.

260 Ad es. G. SCHUSTER e M. RAETZ, *op. cit.*

261 Tradegate Exchange, the Lang & Schwarz Exchange, Gettex e Quotrix.

262 La soglia è individuata in 2.000 euro per strumenti finanziari negoziati sul DAX ed in 500 euro negli altri casi (BaFin (2022)).

Parimenti rilevante una pubblicazione, commissionata dalla stessa Trade Republic, che conferma come quest'ultima assicuri di fatto condizioni di esecuzione almeno pari a quelle presenti sul mercato di riferimento (lo Xetra di Francoforte, come anticipato)²⁶³. Secondo lo studio, in più di un quinto degli ordini le condizioni di esecuzione sono anzi migliori di quelle riscontrabili su quest'ultimo mercato. Al contempo, la medesima ricerca conclude nel senso che i costi impliciti nel servizio sono comunque inferiori alle commissioni mediamente applicate dai concorrenti di Trade Republic, rendendo pertanto il servizio conveniente per la clientela.

Altre voci hanno invece evidenziato le limitazioni dello studio ora rammentato. Ad esempio, la stessa ESMA ha rilevato come quella ricerca sia limitata a un confronto tra le condizioni di esecuzione presso il *market maker* prescelto e un solo mercato di riferimento²⁶⁴. Peraltro, se è vero che il confronto impedisce di verificare pienamente la qualità dell'esecuzione, è altresì indubitabile che il termine di paragone sia comunque rappresentato da una sede particolarmente liquida.

In dottrina si tende spesso a segnalare, in chiave critica rispetto al PFOF, come quest'ultimo conduca a un miglioramento di prezzo inferiore a quello che si avrebbe in assenza di retrocessioni, data la necessità di coprire il costo di queste ultime aumentando lo *spread* denaro-lettera²⁶⁵. Le autorità di vigilanza nazionali diverse dalla BaFin che, nell'Unione europea, hanno condotto studi empirici sono giunte, infatti, alla conclusione che gli ordini ceduti dai *broker* ricevano nella grande maggioranza dei casi condizioni di esecuzione deteriori, se paragonate alle analoghe condizioni disponibili sulle sedi di negoziazione. In tal senso si sono espresse, con riguardo ai rispettivi mercati, sia l'olandese AFM²⁶⁶ sia la spagnola CNMV²⁶⁷.

Un ulteriore elemento sottolineato in dottrina riguarda il fatto che il PFOF tende di per sé a facilitare, in ragione delle dinamiche che si sono osservate, i volumi di ordini da parte della clientela *retail*²⁶⁸. Gli autori che ritengono questo fenomeno uno sviluppo negativo, anche in ragione dei costi legati alla riconfigurazione costante dell'esposizione del portafoglio di tali clienti (*churning*), tendono a considerare il PFOF come una dinamica dannosa²⁶⁹. Di opinione opposta coloro che considerano una mag-

263 S. MEYER, C. UHR E L. JOHANNING, *Private Investors and the emergence of neo-brokers: Does payment for order flow harm private investors?*, working paper in <http://www.ssrn.com/>, 2021.

264 ESMA (2022a), paragrafo 172.

265 A. FERREL, *op. cit.*, pp. 1032-3; S. DOLGOPLOV, *Off-Exchange Market Makers and Their Best Execution Obligations: An Evolving Mixture of Market Reform, Regulatory Enforcement, and Litigation*, 17 New York University Journal of Law and Business 477, 2021, p. 479; N. WHITTEN, *op. cit.*, p. 713-4.

266 AFM, *Assessing the quality of executions on trading venues. The comparative pricing model*, disponibile su <https://www.afm.nl/>, 2022.

267 CNMV, *Payment for Order Flow: an analysis of the quality of execution of a zero-commission broker on Spanish stocks*, in <https://www.cnmsi.vedaes/>, 2022c.

268 SEC, *Staff Report on Equity and Options Market Structure Conditions in Early 2021*, 14 ottobre, in <https://www.sec.gov/>, 2021, p. 44.

269 N. WHITTEN, *op. cit.*, p. 741; N. WATERS, *op. cit.*, p. 396.

giore partecipazione al mercato da parte degli investitori al dettaglio come uno sviluppo di per sé positivo, vuoi per la capacità educativa dell'esperienza di *trading*, vuoi per una maggiore democratizzazione e disintermediazione del mercato²⁷⁰.

Un utile strumento ai fini della ricerca è offerto dai chiarimenti che la britannica FSA-FCA ha adottato a partire dal 2012 nei propri orientamenti di vigilanza. Le restrizioni sostanziali al PFOF che ne sono derivate hanno infatti permesso di valutare l'effetto degli incentivi in esame sulla qualità dell'esecuzione degli ordini: secondo le evidenze riscontrate, quest'ultima sembra aver beneficiato della sostanziale scomparsa del PFOF²⁷¹.

È interessante notare come uno studio che ha parimenti confrontato (ma questa volta in senso sincronico) la qualità dell'esecuzione presso *dark pool* di ordini oggetto di PFOF, da un lato, e presso sedi di negoziazione con *book* trasparenti, dall'altro, sia giunto a conclusioni opposte con riguardo al mercato statunitense. In quel mercato, infatti, gli *spread* registrati sugli ordini ceduti sono risultati mediamente inferiori a quelli rinvenibili sulle sedi di negoziazione²⁷²: si tratta di un risultato che è tuttavia possibile spiegare non già in virtù di un beneficio prodotto dal PFOF sull'esecuzione degli ordini che ne formano oggetto, quanto piuttosto in ragione dell'effetto negativo che quella pratica può avere sui mercati più trasparenti²⁷³.

In effetti, un filone di studi particolarmente utile, per quanto forse meno influente nel dibattito sul PFOF, è quello che analizza l'effetto del PFOF non già sul benessere del singolo cliente bensì, più in generale, sull'efficienza e l'integrità dei mercati complessivamente intesi. Si tratta di una linea di analisi proveniente in gran parte dagli Stati Uniti e che, pertanto, deve essere considerata con cautela nel contesto europeo, ma che sembra in ogni caso capace di fornire alcune indicazioni di carattere generale.

Gli studi che fanno parte di questo filone tendono a evidenziare due ordini di problemi legati al PFOF. Il primo problema riguarda il fatto che il PFOF tende per sua stessa natura a favorire l'invio di ordini a sedi di esecuzione meno trasparenti delle sedi di negoziazione. Allorché il PFOF raggiunga – magari proprio a causa del diffondersi dei fenomeni di *gamification* – una dimensione complessivamente consistente, potrebbe derivarne una generale perdita di trasparenza del mercato, in contraddizione con le politiche regolatorie volte a favorire la visibilità e l'accessibilità delle proposte in acquisto e in vendita²⁷⁴. Se nel sistema statunitense queste dinamiche rendono meno

270 J.E. FISCH, *op. cit.*, p. 1799.

271 CFA INSTITUTE, *Payment for Order Flow. Internalisation, Retail Trading, Trade-Through Protection, and Implications for Market Structure*, Policy Brief, in <https://www.cfainstitute.org/>, 2016a; CFA INSTITUTE, *Payment for Order Flow in The United Kingdom. Internalisation, Retail Trading, Trade-Through Protection, and Implications for Market Structure*, in <https://www.cfainstitute.org/>, 2016b; FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY (FCA), *Market Watch. Newsletter on market conduct and transaction reporting Issues No 51*, in <https://www.fca.org.uk/>, 2016, p. 5 (ove si riscontrava come il PFOF riducesse la libera competizione tra sedi di negoziazione, escludendo dalla selezione operata dai *broker* quelle che non facessero ricorso a tale pratica, pur potendo questi presentare condizioni di esecuzione migliori).

272 S. ADAMS, K. CONNOR E K. ERIC, *Do Investors Save when Market Makers Pay? Retail Execution Costs Under Payment for Order Flow*, Working Paper, in <https://www.ssrn.com/>, 2021.

273 N. WATERS, *op. cit.*, pp. 395 s.

274 R. BATTALIO e T. LOUGHRAN, *Does Payment for Order Flow to Your Broker Help or Hurt You?*, 80 *Journal of Business Ethics* 37, 2008.

significativi i dati relativi al NBBO che caratterizzano il *national market system* (NMS), in ambito europeo l'invio degli ordini agli internalizzatori sistematici può avere effetti analoghi dato che, in assenza di un *book* di negoziazione, gli obblighi di trasparenza *pre-trade* riguardano solo le quotazioni irrevocabili da parte degli stessi internalizzatori²⁷⁵ – fermo restando che, in ogni caso, la possibilità di interagire con tali quotazioni per acquistare o vendere è limitata ai soli clienti degli internalizzatori²⁷⁶. Naturalmente, questo ordine di considerazioni non vale allorché, come si è visto nell'esempio di Trade Republic, gli ordini siano instradati presso sedi di esecuzione che, pur contemplando un solo *market maker* quale controparte necessaria dei contratti di compravendita, si qualificano quali sedi di negoziazione (*trading venue*).

Il secondo profilo riguarda il fatto che gli ordini veicolati mediante PFOF hanno, per loro stessa natura, caratteristiche in parte diverse rispetto ad altri ordini. In particolare, considerato il minor livello di professionalità degli investitori *retail*, le proposte di negoziazione che questi esprimono tendono a essere meno di altre il risultato di un vantaggio informativo, sia esso dovuto all'accesso a informazioni privilegiate ovvero a un'analisi di mercato o dei fondamentali dell'impresa. Per tale motivo, gli ordini degli investitori *retail* sono talora definiti "*dumb money*"²⁷⁷: la conoscenza, da parte dell'internalizzatore sistematico, della migliore qualità di tali proposte in acquisto e in vendita permette a quest'ultimo di offrire condizioni di esecuzione migliori di quelle che sarebbero reperibili in presenza di asimmetrie informative sull'origine degli ordini, a beneficio degli investitori *retail*²⁷⁸.

Per il medesimo motivo, tuttavia, la sottrazione di questo flusso di ordini ai canali di mercato soggetti a una maggiore trasparenza o, comunque, caratterizzati da una microstruttura più aperta alla competizione tra negozianti, riduce la qualità del *book* di negoziazione gestito da questi ultimi soggetti. Infatti, il *book* riporterà in maggior proporzione ordini la cui natura, che ne determina una maggiore esposizione media ai rischi di selezione avversa, può provocare per reazione degli altri partecipanti un aumento dello *spread* denaro-lettera²⁷⁹. Al contempo, occorre forse considerare che le dinamiche di aggregazione sui *social media* che si sono viste nella sezione rendono forse gli investitori *retail* che vi abbiamo preso parte meno inconsapevoli dei loro corrispondenti tradizionali e, pertanto, i loro ordini più soggetti a fenomeni di asimmetria

275 Peraltro, tali obblighi di trasparenza sono rivolti al pubblico indistinto senza che sia necessaria una richiesta in tal senso da parte di un cliente solo con riguardo a strumenti finanziari azionari ed equiparati che siano negoziati in una sede di negoziazione e purché per tali strumenti vi sia un mercato liquido (art. 14 MiFIR). La nuova disciplina della MiFIR è in ogni caso destinata a rendere gli internalizzatori sistematici più trasparenti sotto tali aspetti (CONSIGLIO E PARLAMENTO EUROPEO, *Regulation (EU) of the European Parliament and of the Council of amending Regulation (EU) No 600/2014 as regards enhancing data transparency, removing obstacles to the emergence of consolidated tapes, optimising the trading obligations and prohibiting receiving payments for forwarding client orders - Confirmation of the final compromise text with a view to agreement* (13972/23), 2024a).

276 Clienti che, ad ogni modo, gli internalizzatori devono selezionare in base a criteri oggettivi e non discriminatori, ad esempio con riguardo al merito di credito del potenziale cliente o al relativo rischio di controparte (art. 17 MiFIR).

277 J. McCRANK, *US Online Brokers Still Profiting from "Dumb Money"*, Reuters, in <https://www.reuters.com/>, 2019.

278 F. ARAMIAN e L. NORDÉN, *Costs and benefits of trading with stock dealers: The case of systematic internalizers*, 29 *European Financial Management* 1, 2023.

279 La dinamica può peggiorare quando i *market maker* che acquistano gli ordini siano in grado di discriminare selezionando gli ordini da acquistare (R. BATTALIO e C. HOLDEN, *A simple model of payment for order flow, internalization, and total trading cost*, 4 *Journal of Financial Markets* 33, 2001).

informativa con riguardo al fatto che i medesimi ordini, lungi dall'essere il risultato di una volontà negoziale indipendente, appartengono a disegni più ampi che possono sfuggire alla controparte professionale. In tal senso, la migliore qualità media, nel senso sopra indicato, degli ordini della clientela potrebbe non essere un dato acquisito come in passato.

3 Piattaforme di trading e tutele dell'investitore: un sistema efficace?

L'ordinamento europeo definisce una serie di misure per la tutela degli investitori che si rivolgano ai prestatori dei servizi di negoziazione (così come di altri servizi di investimento). Alcune tra tali misure, pur di applicazione generale, sono particolarmente rilevanti nel caso di sistemi basati sul PFOF: esse sono destinate a perdere rilevanza – naturalmente: con riguardo al solo PFOF – allorché entrerà in vigore, nel giugno 2026, il già ricordato divieto assoluto di tale pratica. Altre, invece, offrono protezione con riguardo a rischi che si possono presentare pure in caso di regimi commissionali ordinari, nei quali i costi dei servizi sono evidenti al cliente. È utile quindi analizzarle brevemente per poterne comprendere l'impatto sulle dinamiche di *gamification* descritte nei capitoli precedenti.

3.1 Il regime di trasparenza dei costi

In linea generale, i servizi di ricezione e trasmissione ovvero di esecuzione di ordini sono soggetti, come tutti i servizi di investimento, agli obblighi in materia di trasparenza delle relative caratteristiche e dei relativi costi di prestazione. Così, è fatto obbligo agli intermediari operare in modo tale da assicurare che i clienti siano «sempre adeguatamente informati» (art. 24, co. 1, lett. b, Tuf), previsione che nel caso dei servizi ricordati si declina, tra l'altro, nella necessità di spiegare, in un linguaggio adatto ai clienti al dettaglio nel caso in cui il servizio sia a questi rivolto, i rischi connessi al tipo di strumento finanziario oggetto delle attività di negoziazione e il comportamento di questo nelle diverse condizioni di mercato, con l'indicazione della relativa volatilità. Nel caso in cui l'investimento comporti una leva finanziaria, come può accadere anche in connessione all'uso delle piattaforme di *trading* gratuito²⁸⁰, l'informazione include anche l'indicazione dei rischi e delle obbligazioni aggiuntive che ne derivano, incluso l'eventuale versamento di margini di garanzia (art. 44, co. 2, lett. d, e art. 48 Reg. (UE) 2017/565).

In considerazione della capacità di pressione che le strategie di commercializzazione dei servizi di *trading* possono avere, merita segnalare anche la necessità di

280 Nella pratica, il *trading* a leva (o a margine) tramite piattaforme a zero commissioni è più frequente con riguardo alle opzioni, che per loro natura offrono la possibilità di moltiplicare profitti (e perdite) (S. BRYZGALOVA, A. PAVLOVA e T. SIKORSKAYA, *Retail Trading in Options and the Rise of the Big Three Wholesalers*, 78 *Journal of Finance* 3465, 2023). Talora, sono le medesime piattaforme ad applicare il regime a zero commissioni alla sola attività non a leva, ciò che permette di limitare gli incentivi all'assunzione di rischi eccessivi (si veda, con riguardo ad eToro, O. EVEN-TOV et al., *Fee the People: Retail Investor Behavior and Trading Commission Fees*, MIT Sloan Research Paper No. 6801-2022, 2023).

fornire le informazioni ora ricordate “in tempo utile” prima della prestazione del servizio, benché a tale previsione sia consentito derogare nel caso in cui il mezzo di comunicazione utilizzato per la conclusione del contratto di compravendita degli strumenti finanziari lo impedisca. La prestazione del servizio in quest'ultimo caso è peraltro consentita solo quando il cliente abbia accettato di ricevere le informazioni successivamente e abbia comunque la possibilità di optare per il regime informativo standard, nel quale come detto le informazioni regolamentari hanno natura preventiva. Anche nel caso di operazioni concluse prima della ricezione dell'informazione, ad ogni modo, il cliente ha il diritto di ricevere per telefono almeno le indicazioni sui costi e sugli oneri, prima della conclusione dell'operazione (art. 24, co. 4 parr. 3 e 4, MiFID II; art. 46, co. 3, del Reg. (UE) 2017/565). Queste ultime indicazioni sono un elemento caratterizzante del *trading* a zero commissioni, dato che la dichiarata assenza di costi diretti può facilmente celare costi di natura implicita: perciò, tra le informazioni relative ai costi e agli oneri devono essere comunicati anche i pagamenti che l'intermediario riceve da terzi in connessione al servizio prestato (cosiddetti incentivi: art. 50 Reg. (UE) 2017/565)²⁸¹. L'indicazione di tali quantità va fornita sia in valori assoluti sia in percentuale rispetto al costo totale del servizio, ciò che permette di meglio sollecitare l'attenzione del cliente.²⁸² Nel contesto della già ricordata *Retail Investment Strategy*, la Commissione europea ha peraltro proposto di ulteriormente dettagliare le informazioni da fornire a tale riguardo, tra l'altro prevedendo una standardizzazione della comunicazione alla clientela – basata su modelli predisposti dall'ESMA anche in base a test con i consumatori e l'industria – con riguardo all'importo e alla spiegazione delle finalità degli incentivi²⁸³.

Il *trading* a zero commissioni ha manifestato una particolare capacità di penetrazione del mercato anche grazie, come detto, alle modalità accattivanti di presentazione delle piattaforme e dell'informazione che accompagna la commercializzazione dei relativi servizi, come detto, anche grazie all'attività dei cosiddetti *fin-influencer*. Del resto, la stessa filosofia sottostante la *gamification* corrisponde al principio, di per sé tutt'altro che problematico²⁸⁴, secondo cui non vi è ragione di ritenere che le attività di investimento debbano essere inevitabilmente noiose. Un profilo di particolare attenzione da questo punto di vista è, pertanto, la disciplina del *marketing*. A tal proposito, gli intermediari sono tenuti ad assicurare che le comunicazioni di *marketing* non si discostino, nei loro contenuti, da quelle soggette agli obblighi di trasparenza (art. 46, co. 5, Reg. (UE) 2017/565). In prospettiva, occorre inoltre considerare la proposta della Commissione europea volta a introdurre un quadro giuridico completo per la commercializzazione dei servizi di investimento. Tra le proposte più rilevanti, si segnala che, qualora la proposta divenisse legge, l'informazione dovrà in futuro essere fornita secondo criteri – definiti dalla Commissione stessa – che ne assicurino la comprensibilità

281 Trattandosi di dati previsionali, gli intermediari devono fare riferimento ad una stima basata sui costi sostenuti in precedenza (art. 50, co. 8, Reg. (UE) 2017/565).

282 A. PERRONE, *Il diritto del mercato dei capitali*, Giuffrè, Milano, 2020, p. 220.

283 COMMISSIONE EUROPEA, Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Directives (EU) 2009/65/EC, 2009/138/EC, 2011/61/EU, 2014/65/EU and (EU) 2016/97 as regards the Union retail investor protection rules (COM/2023/279 final), 2023, pp. 13 e 44 s. (art. 24b).

284 J.E. FISCH, *op. cit.*, p. 19.

da parte dei destinatari tipici a cui è rivolta, con particolare riguardo ai rischi che i servizi di investimento o gli strumenti finanziari commercializzati possano determinare²⁸⁵.

Queste previsioni sono integrate, infine, da quelle relative all'informazione che il cliente ha diritto di ricevere successivamente alla conclusione del contratto relativo alla prestazione dei servizi di investimento. Rileva particolarmente il diritto ad avere conferma dell'avvenuta esecuzione dell'ordine e, contestualmente, il costo totale dell'esecuzione e delle relative commissioni, con facoltà – che richiede tuttavia, in quanto tale, una specifica richiesta da parte del cliente stesso – di ottenere la scomposizione in singole voci delle spese addebitate (art. 59, co. 4, lett. m, Reg. (UE) 2017/565). Si affianca a tale informativa la comunicazione *ex post* dei costi e degli oneri che, così come quella preventiva, deve riportare l'entità assoluta e in percentuale dei pagamenti che l'intermediario riceve da terzi in connessione al servizio prestato (art. 50 Reg. (UE) 2017/565).

Parimenti significativo, considerando la delicatezza dell'assunzione di posizioni a leva, è il dovere degli intermediari di segnalare ai clienti, entro il giorno lavorativo, ogni deprezzamento pari o superiore al 10% dello strumento finanziario (art. 62, co. 2, Reg. (UE) 2017/565).

3.2 La trasparenza in materia di esecuzione degli ordini

Tra gli obblighi di trasparenza più specificamente connessi al *trading* a zero commissioni e alle dinamiche di *gamification*, una particolare rilevanza ha il dovere, da parte degli intermediari, di rendere nota la propria politica di esecuzione (o, secondo il caso, di trasmissione) degli ordini, ossia – rinviando al paragrafo 3.6 del capitolo 4 per un'analisi più approfondita – il documento che definisce i criteri a cui gli intermediari si attengono nell'individuazione della sede a cui inviare gli ordini per la loro esecuzione o, nel caso della politica di trasmissione, dell'intermediario che a sua volta provvederà in tal senso (art. 48 Reg. intermediari; art. 27, co. 5, par. 2, MiFID II; art. 66 Reg. (UE) 2017/565)²⁸⁶. Significativamente, la possibilità di eseguire ordini al di fuori delle sedi di negoziazione – e, pertanto, anche presso internalizzatori sistematici, come frequentemente avviene nel caso del PFOF – richiede tanto una preventiva informazione alla clientela quanto il consenso esplicito di quest'ultima, consenso che peraltro può essere prestato una volta per tutte, prima della prestazione dei servizi di negoziazione (art. 48, co. 2, lett. b, Reg. intermediari).

Mentre la politica di esecuzione degli ordini ha una natura programmatica, definendo un impegno a una condotta futura da parte dell'intermediario, il risvolto in chiave consuntiva di tale politica è l'obbligo, in capo al medesimo intermediario, di rendere conto annualmente della qualità dell'esecuzione degli ordini: ciò dovrebbe consentire la verifica, in termini generali, dell'attuazione della politica di esecuzione e della

285 COMMISSIONE EUROPEA (2023), *cit.*, pp. 41 e 46 ss. (artt. 24(5c) e 24c).

286 Il documento è richiamato anche in sede di riepilogo degli ordini eseguiti (art. 66, co. 9, Reg. (UE) 2017/565).

sua efficacia²⁸⁷. In base alla disciplina vigente, l'intermediario deve infatti monitorare e analizzare nel continuo la qualità di esecuzione degli ordini presso le sedi di esecuzione utilizzate e rendere noti i risultati di tale analisi. L'informazione è resa con riguardo a ciascuna classe di strumento finanziario²⁸⁸. Tra le indicazioni da fornire rientrano l'importanza relativa attribuita ai diversi parametri di esecuzione (prezzo, costo complessivo, rapidità e probabilità di esecuzione), con evidenza delle differenze tra categorie di clienti nonché, ciò che particolarmente rileva in questa sede, la «descrizione degli eventuali accordi specifici presi con la sede di esecuzione riguardo ai pagamenti effettuati o ricevuti» (art. 3, co. 3, lett. c, Reg. (UE) 2017/576 - RTS 28).

Complementare a tale forma di trasparenza è l'obbligo, in capo agli intermediari, di rendere note – separatamente per clienti professionali e al dettaglio – le prime cinque sedi di esecuzione per volume di contrattazioni relativamente a tutti gli ordini di clienti eseguiti per ciascuna classe di strumenti finanziari (art. 27, co. 6, MiFID II; art. 65, co. 6, Reg. (UE) 2017/565 art. 3, co. 1, RTS 28). Nel caso del PFOF, un'informazione particolarmente rilevante in questo contesto è anche quella che risponde al dovere di indicare quanti, tra gli ordini eseguiti presso ciascuna delle cinque principali sedi di esecuzione, siano ordini cosiddetti "orientati", ossia accompagnati dall'indicazione della selezione della sede di esecuzione da parte del cliente, elemento questo che caratterizza l'operatività di alcuni *neobroker*, come meglio si indicherà (v. *infra*).

Tuttavia, l'obbligo di rendicontazione della qualità di esecuzione degli ordini, compresa l'indicazione delle prime cinque sedi di esecuzione, sarà abrogato con l'entrata in vigore della recente riforma della disciplina delle sedi di negoziazione²⁸⁹. La ragione dell'inversione di rotta risiede nella sfiducia, alla luce dell'esperienza applicativa, nella capacità del regime di trasparenza di orientare le scelte degli investitori²⁹⁰. Questa rivisitazione degli obblighi di rendicontazione in materia di *best execution* segue l'analoga sorte riservata a un altro obbligo, in parte strumentale al precedente, posto in capo alle sedi di esecuzione che si qualificassero come sedi di negoziazione o internalizzatori sistematici. Queste erano infatti tenute a rendere noto – con riguardo agli strumenti finanziari soggetti agli obblighi di negoziazione, tra cui le azioni ammesse a negoziazione su mercati regolamentati – i costi applicati ai propri membri o utenti. Tra gli elementi oggetto di pubblicazione rientravano anche la natura e il livello di eventuali pagamenti offerti agli utenti della sede di esecuzione nonché le informazioni sulla relativa modulazione in funzione dell'utente o dello strumento finanziario (art. 5, co. 3, lett. b, Reg. (UE) 2017/575 - RTS 27). Quest'obbligo doveva essere adempiuto nel contesto delle relazioni periodiche che le sedi di esecuzione rammentate erano tenute a presentare, con cadenza almeno annuale, sulla qualità dell'esecuzione degli ordini (art. 27, co. 3, MiFID II; RTS 27). Tuttavia, come anticipato, l'obbligo in

287 Per una critica all'effettiva utilità della disciplina, non tanto in astratto quanto per la limitata omogeneità ed efficacia della relativa applicazione, P. KRÜGER ANDERSEN, *Time to Reduce Complexity in a Data-Driven Regulatory Agenda – Perspectives on the MiFID II Best Execution Regime*, 17 *European Company and Financial Law Review* 692, 2020.

288 Per le azioni, le classi si distinguono in base alla relativa liquidità.

289 CONSIGLIO E PARLAMENTO EUROPEO, Directive (EU) 2023/ of the European Parliament and of the Council of amending Directive 2014/65/EU on markets in financial instruments – Confirmation of the final compromise text with a view to agreement (13973/23), 2024b, p. 19 (Art. 27).

290 *Ivi*, p. 9 (Recital 7).

esame non trova più applicazione: esso è stato dapprima sospeso a causa dello scarso utilizzo da parte degli investitori dell'informazione così resa disponibile (considerando 9 e art. 1, co. 6, Direttiva (UE) 2021/338) e, successivamente, è stato abrogato nel contesto della riforma delle sedi di negoziazione già ricordata²⁹¹.

Il legislatore europeo ha quindi ridotto gli oneri informativi sulla qualità dell'esecuzione. Del resto, la capacità di queste informazioni di incidere sul comportamento del cliente è ridotta dalla minore salienza che i dati in esame hanno rispetto alla semplice indicazione dei costi dell'esecuzione²⁹². Più efficace in tal senso sembra essere una riduzione dell'enfasi sull'elemento del prezzo del servizio, come detto ingannevole nella misura in cui il cliente percepisca una assenza di costi: a tal fine, l'ESMA ha dichiarato di ritenere scorretta la presentazione dei servizi dei *broker* a zero commissioni quali "senza costo"²⁹³. Per il futuro, un ruolo decisivo nella valutazione della qualità dell'esecuzione degli ordini sarà ricoperto dalle informazioni consolidate sulle migliori offerte in acquisto e in vendita desse a disposizione dai *consolidated tape provider*²⁹⁴.

Può essere utile rammentare come la strategia della trasparenza sui costi sia quella tradizionalmente preferita dalla *Securities and Exchange Commission* (SEC) in un ordinamento – quello statunitense – che rappresenta un interessante termine di paragone in ragione del ruolo pionieristico che esso ha avuto nella diffusione dei *broker* a zero commissioni. Tuttavia, gli sviluppi legati al caso GameStop hanno indotto la stessa SEC a valutare se la tradizionale impostazione basata sulla sola trasparenza fosse in grado di assicurare esiti soddisfacenti dal punto di vista della tutela dell'investitore e dell'efficienza dei mercati, spingendo il presidente dell'Autorità ad auspicare un divieto di PFOF.²⁹⁵ Benché nessuna proposta così radicale sia stata presentata (a differenza di quanto accaduto nell'Unione europea), la SEC ha proposto un rafforzamento degli obblighi di condotta, come vedremo. Sotto il profilo della trasparenza, occorre in ogni caso ricordare che la disponibilità dell'informazione sulle migliori offerte in acquisto e in vendita (*National Best Bid and Offer* – NBBO) rende più agevole, in quell'ordinamento, una verifica della qualità dell'esecuzione e, pertanto, la sanzione di eventuali violazioni – come accaduto proprio con riguardo a Robinhood²⁹⁶.

3.3 Gli obblighi di verifica dell'appropriatezza dell'operazione

Come sovente accade nel settore dei mercati finanziari, la disciplina della trasparenza rappresenta il rimedio elettivo a cui i regolatori tendono a ricorrere con più

291 *Ivi*, p. 19 (art. 27).

292 In generale sul limitato valore della trasparenza nell'assicurare una migliore esecuzione degli ordini A. FLECKNER, *Regulating Trading Practices*, in Niamh Moloney, Eilis Ferran e Jennifer Payne (a cura di), *The Oxford Handbook of Financial Regulation* (Oxford University Press, Oxford), 2015; N. MOLONEY, *How to Protect Investors*, Cambridge University Press, Cambridge, Cambridge, 2010, pp. 348 ss.

293 ESMA (2022a), paragrafo 180.

294 CONSIGLIO E PARLAMENTO EUROPEO (2024b), *cit.*, p. 9 (Recital 7).

295 REUTERS, *SEC chairman says ban of payment for order flow "on the table"*, 30 agosto, in <https://www.reuters.com/>, 2021.

296 SEC, *Administrative Proceeding In the Matter of Robinhood Financial, LLC*, Respondent, File No. 3-20171, in <https://www.sec.gov/>, 2020.

facilità²⁹⁷. Tuttavia, la consapevolezza dell'efficacia limitata di tale approccio si è andata via via diffondendo, particolarmente in presenza di limitazioni – variamente riconducibili a fenomeni di razionalità limitata – nella capacità dell'utente dei servizi di investimento di comprendere e fare corretto uso dell'informazione ricevuta. In questi casi, la strategia di regolazione può fare ricorso a regole di condotta, di fatto subordinando la prestazione del servizio all'adozione di requisiti di qualità minimi del servizio prestato, per l'appunto sull'assunto che il cliente ben potrebbe non essere in grado di comprendere se il livello di tutela spontaneamente garantito possa essere sufficiente rispetto alle proprie esigenze.

Si inquadra in questo contesto la disciplina relativa alla prestazione dei servizi di brokeraggio svolti dalle piattaforme in esame, qualunque sia la forma di remunerazione delle stesse. Ai fini che qui interessano, possiamo includere in tali servizi, come anticipato, la ricezione e trasmissione di ordini riguardanti uno o più strumenti finanziari nonché l'esecuzione di ordini per conto dei clienti (Allegato I, Sez. A, nr. 1 e 2, Tuf). La prestazione di tali servizi richiede che l'intermediario verifichi, una volta acquisite le informazioni pertinenti dal cliente, che questi disponga della conoscenza e dell'esperienza necessaria a comprendere il rischio legato all'investimento negli strumenti finanziari che formano oggetto del servizio (art. 21 Tuf; art. 35 Reg. Intermediari CONSOB, dettato in recepimento dell'art. 25 MiFID II; artt. 55 e 56 Reg. (UE) 2017/565). Qualora l'intermediario ritenga che l'esecuzione dell'ordine (e, pertanto, l'acquisto dello strumento finanziario) non sia appropriato per il cliente non essendo quest'ultimo in grado di comprendere i rischi rammentati, così come nell'ipotesi in cui il cliente si rifiuti di fornire le informazioni richieste, esso deve avvertire il cliente circa tale giudizio²⁹⁸ – o, rispettivamente, circa l'impossibilità per l'intermediario stesso di valutare l'appropriatezza.

Allo stato, la valutazione dell'intermediario è pertanto limitata alla compatibilità tra i profili di rischio e di complessità dello strumento finanziario, da un lato, e l'idoneità del cliente ad assumere decisioni di investimento coerenti in relazione a tali profili, dall'altro. Tale valutazione potrebbe diventare più completa in caso di approvazione, da parte dei legislatori europei, della proposta della Commissione europea sulla cosiddetta *Retail Investment Strategy*. Nel pacchetto delle riforme proposte rientra, infatti, l'espansione del giudizio di appropriatezza anche ad aspetti relativi alla capacità del cliente di sopportare le perdite potenziali associate allo strumento finanziario – con ciò avvicinando il ruolo dell'intermediario a quello del consulente, pur permanendo la caratterizzazione di quest'ultimo con riguardo alla valutazione degli obiettivi d'investimento del cliente.

Tanto nello scenario attuale quanto in quello che potrebbe risultare in caso di approvazione della proposta ora rammentata, l'avviso indirizzato al cliente non determina un blocco assoluto dell'operazione, giacché il cliente stesso può senz'altro con-

297 T. LAMBERT, *How to Regulate, A guide for Policymakers*, Cambridge University Press, Cambridge, 2017, p. 197.

298 Allorché il cliente si rifiuti di fornire le informazioni richieste, l'intermediario comunica l'impossibilità di valutare l'appropriatezza del servizio o dello strumento finanziario.

fermare l'intenzione originaria, ottenendo così la prestazione del servizio e, quindi, l'esecuzione dell'ordine. Tuttavia, benché un avviso di questo tipo non abbia l'effetto di impedire l'operazione, la sua efficacia non va sottovalutata, soprattutto nel contesto della *gamification* dei servizi finanziari. Di fatto, la presenza di un messaggio di allerta vale a rimodulare la percezione dei destinatari, sollecitando la loro attenzione su un profilo di rischio. Interventi di questo tipo possono alterare i meccanismi decisionali degli investitori aiutandoli a concentrarsi su un aspetto determinate per le conseguenze delle loro azioni (il rischio), a svantaggio di altri aspetti (quali i rendimenti potenziali) che vengono momentaneamente posti in secondo piano²⁹⁹. Ne deriva uno spostamento dai modelli di decisione cosiddetti di "sistema 1" – basati sulla rapidità ma poco inclini a considerare elementi di logica e statistica e, pertanto, a ponderare il rapporto tra costi e benefici di un investimento – a quelli cosiddetti di "sistema 2", caratterizzati da maggiore razionalità³⁰⁰.

L'avviso in esame non rappresenta, tuttavia, un rimedio decisivo, vuoi dal punto di vista della teoria delle decisioni, vuoi da un punto di vista giuridico. Quanto alla sua efficacia sotto il profilo del miglioramento del processo decisionale, non vi è certezza che un avviso di questo tipo, formulato con riferimento alle competenze del destinatario, possa essere sufficiente a prevalere sul *bias* di eccessiva fiducia, potendosi perfino ipotizzare il rischio di reazione contraria, anche a causa di un *bias* di conferma³⁰¹.

Si noti anche, per passare così a un esame più strettamente giuridico, che un messaggio di questo tipo non è destinato, per sua natura, a essere reiterato un numero indeterminato di volte, se non altro per il fatto che la frequenza della ripetizione degli ordini – che si presenta molto elevata nel contesto della *gamification* dell'attività di negoziazione – conduce di per sé all'acquisizione di una maggiore esperienza. Non si tratta, in altri termini, di uno strumento particolarmente adeguato a contrastare fenomeni di *trading* compulsivo (quale il già rammentato *behavioural churning*).

Ad ogni modo, la stessa applicabilità del regime di appropriatezza alle attività di *trading* che caratterizzano i fenomeni in esame non è scontata. Anche al fine di rendere la negoziazione tramite *trading online* più fluida, è infatti previsto che, qualora l'ordine di negoziazione si riferisca a uno strumento finanziario non complesso (quali le azioni ammesse a negoziazione su un mercato regolamentato o un MTF: art. 25, co. 4, lett. a, MiFID II; art. 43, co. 1, lett. a, Reg. Intermediari; art. 57 Reg. (UE) 2017/565), l'intermediario non sia tenuto a condurre la valutazione di adeguatezza, purché il cliente sia informato di tale ridotta tutela e ferma l'applicabilità delle altre misure di protezione che si vedranno – tra cui la disciplina su conflitti di interesse e sugli incentivi³⁰². In questo modo, il legislatore europeo tenta di evitare il rischio che una misura di tutela, quale la valutazione di appropriatezza sopra descritta, si traduca in un danno

299 Sul ruolo dell'attenzione quale elemento caratterizzante i meccanismi decisionali caratterizzati da maggiore razionalità si veda D. KAHNEMAN, *op. cit.*, p. 22.

300 *Ibidem*.

301 Rileva l'inefficacia del rimedio M. ARRIGONI, *The GameStop Case and Investor Protection. Towards a New Regime for the Provision of Executive Investment Services*, *Orizzonti del Diritto Commerciale*, 2021a, p. 962.

302 *Ivi*, p. 957.

per l'investitore. Il tempo necessario alla valutazione e, nel caso, all'invio dell'avviso e, quindi, all'eventuale conferma dell'ordine può infatti facilmente portare alla perdita di chance, in ragione della continua variazione dei prezzi di mercato.

Non è infrequente, peraltro, che le piattaforme che offrono servizi di negoziazione a zero commissioni preferiscano non avvalersi del regime di *execution only*, ad esempio a causa del rischio di conflitto con il requisito della prestazione a iniziativa della clientela, elemento non sempre compatibile con politiche commerciali aggressive. Ad esempio, la già ricordata Trade Republic, uno dei maggiori operatori del settore, non sembra aver sempre fatto ricorso, quantomeno in via sistematica, al regime della cosiddetta *execution only*³⁰³. Una delle ragioni sottostanti a tale strategia potrebbe appunto risiedere nel rischio che la limitazione della prestazione dei servizi in modalità *execution only* ai soli casi in cui vi sia un'iniziativa della clientela impedisca – pena la violazione delle disposizioni in esame – di condurre politiche di commercializzazione personalizzate, dato che solo una comunicazione generalizzata è compatibile con il requisito dell'iniziativa del cliente (Considerando 85 MiFID II)³⁰⁴, benché l'iniziativa che non debba essere necessariamente "esclusiva" perché possa farsi ricorso al regime di mera esecuzione degli ordini³⁰⁵.

3.4 Il regime dei conflitti di interesse

Un'ulteriore misura protettiva è rappresentata dalla disciplina in materia di conflitti di interesse, la quale adotta strategie di varia natura: strutturali, procedurali e informative. Limitandoci in questa sede agli elementi essenziali, le regole europee (al pari, quando definite con Direttiva, di quelle italiane dettate in loro recepimento) stabiliscono che ciascuna impresa di investimento debba in primo luogo organizzarsi in modo tale da individuare i potenziali conflitti di interesse con la clientela (o tra clienti) e da prevenirli o, nel caso in cui questi cionondimeno si manifestino, gestirli. A rafforzare in parte queste previsioni contribuisce il dovere, per il *broker*, di definire una politica sui conflitti d'interesse, da rendere automaticamente nota al cliente in forma sintetica e, su richiesta, in dettaglio (art. 47, co. 1, lett. h e i, Reg. (UE) 565/2017). La politica definisce con più dettaglio, rispetto alle disposizioni di legge e regolamento, le modalità di adempimento dei doveri ivi stabiliti: vi si devono, tra l'altro, individuare le circostanze potenzialmente in grado di ledere, a causa del conflitto, l'interesse della clientela e stabilire le procedure da seguire per la prevenzione o per la gestione di tali

303 TRADE REPUBLIC, *Customer agreement*, documento citato in precedenza, in <https://assets.traderepublic.com/> ed attualmente a disposizione degli autori, 2020, p. 28, paragrafo 3.5 Appendix 1.1 (ove si prevede l'applicazione del test di adeguatezza) e TRADE REPUBLIC, *Report on the execution quality of the execution venues 2022*, in <https://assets.traderepublic.com/>, 2022a, 35, paragrafo 3.5 Appendix 1.1 (ove si legge invece: «Trade Republic does not perform an appropriateness test with respect to the following financial instruments: shares admitted to trading on an organized market, on a market of a third country equivalent thereto or on a multilateral trading facility; bonds and ETFs, insofar as they are not complex financial instruments»).

304 ESMA, 2023b, *cit.*, p. 41.

305 A differenza di quanto accade con l'analoga restrizione relativa alla prestazione di servizi di investimento da parte di imprese di investimento di paesi terzi all'interno dell'Unione, ove si ha riguardo alla "iniziativa esclusiva" del cliente ed ove si esclude, pertanto, che tale modalità di avvio dei rapporti negoziali con la clientela sia compatibile con una qualsivoglia preventiva promozione o pubblicizzazione dei servizi di investimento (considerando 111 ed art. 42 MiFID II).

situazioni (art 34, cc. 1 e 2, Reg. (UE) 565/2017). Tra le fattispecie da considerare quali fonti di conflitti rilevanti rientrano le situazioni in cui è probabile che il *broker* realizzi un profitto in danno della clientela e quelle in cui esso riceva, in relazione al servizio prestato ma da un soggetto diverso dal cliente, un incentivo (o *inducement*) (art 33, cc. a ed e, Reg. (UE) 565/2017). Si tratta, come nel caso di PFOF, di benefici – in quel caso di carattere monetario – ottenuti da soggetti (quali il *dealer* nell'esempio precedente) diversi dal cliente a cui il servizio è fornito e che, pertanto, tendenzialmente soddisfano anche interessi di tali soggetti diversi. Data la loro pericolosità, gli incentivi sono oggetto di una disciplina specifica, su cui tra breve torneremo, la quale tuttavia non deroga, nonostante il rapporto di specie a genere, alle regole in materia di conflitti d'interesse.

Nel caso del PFOF, è evidente come sia la stessa struttura dei rapporti tra i soggetti coinvolti (cliente, *broker*, *dealer*) a determinare un conflitto del tipo di quelli richiamati: in questo senso, la prevenzione può difficilmente rappresentare un rimedio, salvo spingersi fino all'abbandono del modello adottato – cosa che solo l'intervento del legislatore europeo imporrà di fare³⁰⁶. Il presidio successivo, quello della gestione del conflitto così individuato, conduce a risultati solo leggermente più significativi. La gestione dei conflitti include, in particolare, l'adozione di misure "ragionevoli" che possano evitare conseguenze lesive per l'interesse del cliente. Pure in tal caso, infatti, le misure adottabili ben possono conservare intatto il sistema del PFOF, limitandosi a definire sistemi di monitoraggio dei prezzi di esecuzione delle operazioni ovvero rinunciando a definire in autonomia la sede di esecuzione dell'ordine. Ad esempio, le policy previste da un primario operatore del settore stabiliscono, tra le strategie di prevenzione e gestione, che il *broker* adotti misure capaci di assicurare la trasparenza nella formazione del prezzo e, soprattutto, che sia il cliente a determinare la sede di esecuzione. Poiché, come meglio si indicherà, la scelta del cliente deve comunque indirizzarsi verso una delle sedi di esecuzione indicate preventivamente dal *broker* stesso, è chiaro tuttavia che tutte le alternative nella lista ben possano essere collegate a sistemi di PFOF, con ciò invalidando la efficacia preventiva della rimessione della scelta alla clientela. In realtà, l'effettiva capacità delle strategie adottate dal *broker* di evitare un potenziale svantaggio alla clientela appare piuttosto legata alla determinazione delle condizioni di esecuzione degli ordini, elemento soggetto a una ulteriore disciplina di carattere speciale (oltre a quella, già ricordata, relativa agli incentivi) e sul quale, pertanto, si tornerà separatamente.

Qualora né le strategie di prevenzione né, successivamente, quelle di gestione del conflitto si siano rilevate sufficienti a escludere con ragionevole certezza il rischio di lesione dell'interesse dei clienti, il prestatore del servizio deve informare con chiarezza questi ultimi – nel caso del *broker*: prima di eseguire l'ordine – dell'esistenza del conflitto, della natura e delle fonti dello stesso nonché, infine, delle misure comunque adottate per la mitigazione delle sue conseguenze (artt. 16(3), par. 1, e 23 MiFID II; art. 21, co. 1-*bis*, lett. a), b) e c)). Si tratta di una strategia normativa che, di fatto, rimette

306 Negli Stati Uniti, il presidente della SEC, ha sottolineato come il PFOF dia luogo ad un conflitto d'interessi irrimediabile, pur non considerando percorribile il divieto di tale pratica (L. BEYOND e KATHERINE DOHERTY, *SEC Set to Let Wall Street Keep Payment-for-Order-Flow Deals*, Bloomberg, 22 settembre, 2022).

nuovamente alla clientela la scelta sulla prestazione del servizio, per quanto ciò avvenga in via necessariamente più informata. Poiché in passato la misura è stata utilizzata quale agile rimedio rispetto alle debolezze delle procedure di prevenzione e gestione dei conflitti d'interesse, la legge oggi specifica che la comunicazione circa l'esistenza di un conflitto capace di danneggiare l'interesse della clientela deve fare specifico riferimento all'interesse conflittuale e al tipo di rischio che ne deriva e, soprattutto, deve essere considerata come una misura estrema da utilizzarsi solo quando strettamente necessario (art. 34, co. 4, Reg. (UE) 565/2017). Pertanto, un impiego sistematico di questo tipo di comunicazione rivelerebbe la necessità di migliorare, in sede di revisione periodica, le procedure di prevenzione e gestione del conflitto (art. 34, co. 5).

Tali previsioni non si sono sempre rivelate efficaci nel filtrare condotte viziate da conflitti e potenzialmente dannose per la clientela. Anche solo dal punto di vista teorico, fin dall'origine della disciplina si è osservato come la trasparenza potesse prestarsi al ruolo di facile scappatoia³⁰⁷. A conferma dell'efficacia non sempre soddisfacente del rimedio, pur se accompagnato dalle limitazioni sopra ricordate con riguardo a un suo impiego sistematico, le disposizioni regolamentari europee hanno previsto, in alcune ipotesi di conflitti particolarmente intrattabili, che in caso di insufficienza delle misure di prevenzione e gestione la prestazione del servizio sia vietata o, in altri casi, che le procedure di gestione dei conflitti debbano anche contemplare l'ipotesi di non prestare il servizio (v. art. 38, co. 2, e art. 41, co. 2, Reg. (UE) 565/2017, in materia di assunzione a fermo e collocamento nonché, rispettivamente, di collocamento di strumenti finanziari di propria emissione).

Tra tali casi non rientra il PFOF, che come anticipato diverrà tuttavia presto oggetto di un divieto di carattere generalizzato. La misura risponde in parte anche alle divergenze interpretative che hanno caratterizzato, a livello nazionale, la disciplina sui conflitti d'interesse ora descritta. Come la stessa esistenza della pratica nel contesto europeo dimostra, in alcuni ordinamenti – ad esempio in quello tedesco – non si ravvisano particolari problemi dal punto di vista della compatibilità del PFOF con le previsioni di tale disciplina. Al contempo, già nel 2012 l'Autorità britannica (FSA, all'epoca competente per la vigilanza sull'applicazione delle misure nazionali di recepimento della Direttiva MiFID I) osservava come fosse particolarmente difficile, per i *broker* che facessero ricorso al PFOF, poter dimostrare il rispetto delle regole sui conflitti d'interesse. Ancor più difficile, secondo l'Autorità, poter considerare il regime del PFOF compatibile con le regole sugli incentivi, sulle quali si concentrerà il prossimo paragrafo.

3.5 Il regime degli incentivi

Nella disciplina dei servizi di investimento di matrice europea, per "incentivi" (o "*inducement*" nella versione inglese della Direttiva MiFID II) si intendono compensi, commissioni o benefici di carattere non monetario che siano pagati da un terzo al

307 Per una valutazione tendenzialmente negativa circa l'efficacia della disciplina si veda già L. ENRIQUES, *Conflicts of Interests in Investment Services: The Price and Uncertain Impact of MiFID's Regulatory Framework*, in Guido Ferrarini e Eddy Wymeersch (a cura di), *Investor Protection in Europe*, Oxford University Press, Oxford, 2006, p. 326.

prestatore di un servizio di investimento (o che siano da quest'ultimo pagati a un terzo) in relazione alla prestazione del medesimo servizio (o accessorio) (artt. 24, cc. 1-bis e 2, lett. b 24-bis Tuf; art. 52, co. 1, Reg. Intermediari CONSOB; per la disciplina europea: co. 7 lett. b, cc. 8 e 9 art. MiFID II; artt. 11 ss. Dir. (UE) 2017/593). La ricezione di tali incentivi dà luogo a un evidente conflitto di interessi, dato che l'esecuzione della prestazione caratteristica può essere orientata alla massimizzazione dei benefici dell'intermediario anziché, secondo il regime generale (art. 21 Tuf, co. 1, lett. a; art. 24 co. 1 MiFID II), di quelli del cliente. Nel caso del *trading* cosiddetto "a zero commissioni", l'instradamento degli ordini della clientela può in particolare avvenire in favore delle sedi di esecuzione che garantiscano maggiori retrocessioni in favore del *broker* anche qualora ciò comporti condizioni di prezzo meno favorevoli per la clientela.

Alla luce delle distorsioni che la ricezione di incentivi può creare, questa pratica è soggetta a forti restrizioni, ciò che ne rende la regolazione molto più stringente rispetto alla disciplina generale dei conflitti di interessi (che, come detto, resta applicabile). Le regole in materia di incentivi distinguono il regime di tutela a seconda del servizio prestato, presentandosi come più restrittive per servizi a maggior valore aggiunto e caratterizzati da un più intenso affidamento del cliente nelle valutazioni professionali del prestatore, come accade nella gestione di portafoglio e nella consulenza su base indipendente. In tal caso, qualunque beneficio monetario eventualmente percepito dall'intermediario deve essere trasferito al cliente non appena possibile (artt. 24, cc. 1-bis e 2, lett. b 24-bis), Tuf; art. 54, co. 1, Reg. Intermediari; art. 24, co. 7, lett. b e co. 8 MiFID II; art. 12 Dir. (UE) 2017/593). Possono essere trattenuti dall'intermediario unicamente benefici di natura non monetaria e di entità minima, peraltro consentiti solo in casi limitati, tra cui la ricezione di documentazione informativa pertinente e – nel solo diritto europeo, con possibilità non recepita nel nostro ordinamento – la capacità dell'incentivo di migliorare la qualità del servizio prestato (art. 12, co. 2, lett. e, Dir. (UE) 2017/593, non riprodotto nell'art. 54, co. 3, Reg. intermediari).

Il miglioramento della qualità del servizio ha invece grande rilevanza – questa volta sia nel diritto europeo sia in quello nazionale – nel regime generale degli incentivi, quello che più interessa in questa sede coinvolgendo l'esecuzione o ricezione e trasmissione di ordini. In tal caso, per quanto sussista pur sempre un divieto generalizzato di percezione (e pagamento) di incentivi, le deroghe a tale divieto si presentano come più ampie. Tra queste, si segnala appunto la previsione che richiede agli intermediari i quali vogliano sottrarsi al divieto generale di percezione degli incentivi di dimostrare che tali incentivi siano finalizzati ad accrescere la qualità del servizio al cliente e non pregiudichino il vincolo ad agire in modo onesto, equo e professionale nel migliore interesse della controparte (cosiddetto "*enhancement test*"³⁰⁸ – art. 52, co. 1, Reg. intermediari; art. 11 Dir. (UE) 2017/593).

Questa disciplina di carattere generale è richiamata anche nello specifico ambito del PFOF. Non è infatti consentita la percezione di un compenso in connessione all'invio di ordini a specifiche sedi di esecuzione, a meno che ciò sia compatibile con le previsioni ora rammentate in materia di incentivi nonché con quelle – di cui le prime

308 Per una sintesi in chiave critica si veda recentemente F. ANNUNZIATA, *op. cit.*, p. 16.

sono di fatto una declinazione – sui conflitti di interesse (art. 21 Tuf; art. 27, co. 2, MiFID II, norma peraltro destinata a cadere in seguito all'adozione del divieto generalizzato di PFOF).

Come già rilevato da CONSOB³⁰⁹, è chiaro come il requisito centrale per la valutazione dell'ammissibilità degli incentivi è, nel caso del PFOF, la capacità di questa pratica di migliorare il servizio prestato alla clientela. Il tema sembra poter essere affrontato quantomeno sotto due profili: le condizioni al ricorrere delle quali si possa ritenere che gli incentivi permettano un miglioramento del servizio offerto, da un lato, e l'abilità del sistema stesso del PFOF di determinare una competizione tra sedi di esecuzione capace, a sua volta, di assicurare che gli ordini siano indirizzate a quelle tra tali sedi che assicurino *spread* più ridotti e, pertanto, condizioni di esecuzione migliori, dall'altro lato.

Entrambi gli aspetti sollevano interrogativi che si sovrappongono quasi perfettamente con quelli riguardanti gli obblighi di migliore esecuzione degli ordini (cosiddetta "*best execution*"), su cui torneremo nella prossima sezione. Tuttavia, può già osservarsi in questa sede come la risposta al quesito circa la compatibilità del PFOF con la tutela del miglior interesse della clientela – rispetto a cui tanto la disciplina degli incentivi quanto quella sugli obblighi di *best execution* si pongono come declinazioni specifiche – sia soggetta a due ordini di problemi. Il primo riguarda la difficoltà di una generalizzazione nella risposta, dato che il beneficio per la clientela dipenderà, per ciascun ordine, dalle condizioni della relativa esecuzione (condizioni da valutarsi tanto in assoluto quanto relativamente alle alternative disponibili sul mercato in un dato momento) nonché dall'entità delle commissioni risparmiate, dovendosi necessariamente operare una valutazione delle prime al netto delle seconde. Il secondo problema, ancor più difficile da sciogliere, riguarda la difficoltà di verificare, pur in un'analisi condotta caso per caso, se il PFOF abbia effettivamente recato un danno (o anche solo un lucro cessante) in capo al cliente con riguardo allo specifico contratto di compravendita. I motivi di tale difficoltà sono molteplici e saranno analizzati più in dettaglio nella prossima sezione, ma è sufficiente considerare sin d'ora come manchi un parametro controfattuale di agevole individuazione a cui fare riferimento per verificare se, in assenza delle retrocessioni che caratterizzano il PFOF, le commissioni che il cliente avrebbe pagato sarebbero state tali da più che compensare il beneficio in termini di migliore qualità dell'esecuzione³¹⁰.

Da questo punto di vista, merita sottolineare come, a differenza del corrispondente regime che caratterizza i servizi assicurativi (art. 29 Direttiva (UE) 2016/97 – *Insurance Distribution Directive*, IDD), l'onere della prova circa la compatibilità degli incentivi con il miglior perseguimento dell'interesse della clientela spetta al prestatore del servizio di investimento (in generale, art. 23, co. 6, Tuf; con particolare riguardo agli incentivi, art. 52 Reg. intermediari, art. 24, co. 9, e art. 27, co. 2, MiFID II). Ne deriva che, in caso di incertezza, il sistema del PFOF non dovrebbe considerarsi ammissibile.

309 CONSOB, *Dichiarazione sui casi di anomala volatilità nella negoziazione di azioni e nell'utilizzo di social forum e piattaforme di trading on-line*, 13 aprile 2021.

310 Per un'analisi G. SCHUSTER e M. RAETZ, *op. cit.*, 153 ss.

Questo ordine di considerazioni contribuisce a spiegare l'approccio tenuto nei confronti del PFOF in alcuni ordinamenti stranieri caratterizzati da mercati finanziari particolarmente avanzati. In particolare, già nel 2012 la Financial Services Authority (FSA) del Regno Unito stabilì come, ai sensi della disciplina all'epoca applicabile, pur se meno restrittiva di quella attuale, vi fossero margini molto ridotti per porre in essere strategie di PFOF senza violare le regole in materia di conflitti di interesse, incentivi e (come si vedrà nel paragrafo successivo) di *best execution*³¹¹. Successivamente alla pubblicazione dell'orientamento interpretativo, la Financial Conduct Authority (FCA), erede della FSA sulle materie in esame, ha condotto una costante attività di supervisione della pratica sul PFOF³¹², osservando come l'orientamento indicato avesse in gran parte eliminato quest'ultima pratica³¹³. Più in dettaglio, il ricorso al PFOF si è dimostrato, in quell'ordinamento, decisamente recessivo per i clienti retali, conservando una resistenza maggiore solo in connessione ai mercati dei derivati e agli ordini di negoziazione provenienti dalle controparti qualificate³¹⁴, per le quali si poneva un tema non tanto di *best execution* o di incentivi quanto, piuttosto, di conflitti d'interesse (unica porzione della disciplina rilevante applicabile anche alle controparti qualificate: art. 30 MiFID II).

Ancor più radicale l'approccio seguito nei Paesi Bassi. In quell'ordinamento, infatti, già nel 2013 (e, quindi, ancora sotto il vigore della Direttiva 2004/37/CE - MiFID I) fu lo stesso legislatore a introdurre a livello nazionale una disciplina in materia di incentivi più restrittiva di quella europea, stabilendo un divieto assoluto capace di catturare anche il PFOF, peraltro indicato espressamente tra le pratiche che la disciplina citata era diretta a eradicare³¹⁵. L'approccio neerlandese si è reso possibile in quanto la Direttiva MiFID I già stabiliva, con previsione poi confermata dalla nuova Direttiva MiFID II continua a fare, che nelle materie relative ai servizi di investimento gli Stati Membri potessero adottare misure più restrittive di quelle previste nel resto della direttiva, la quale nelle altre sue parti si presentava, nuovamente così come il nuovo regime, come di armonizzazione massima. La facoltà è limitata ai soli casi, di natura eccezionale e da notificare alla Commissione europea, in cui vi sia necessità di far fronte a rischi per la protezione degli investitori o l'integrità del mercato che siano specifici rispetto al contesto nazionale del paese interessato, fatto salvo il vincolo di proporzionalità delle misure adottate (art. 4 Direttiva 2006/73/CE e art. 24, co. 2, MiFID II). L'impostazione dei Paesi Bassi, pur giungendo a un risultato analogo a quello perseguito, anche prima della Brexit, dal Regno Unito, si basa pertanto su presupposti

311 FINANCIAL SERVICES AUTHORITY (FSA), *Guidance on the practice of "Payment for Order Flow"*, in <https://www.fca.org.uk/>, 2012.

312 FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY (FCA), *Payment for Order Flow (PFOF) – Dear CEO letter*, in <https://www.fca.org.uk/>, 2017.

313 In alcuni casi anche dopo una specifica azione di vigilanza volta a reprimere tentativi di aggirare l'interpretazione restrittiva sopra descritta facendo artificialmente figurare la retrocessione di commissioni come compenso per servizi di diversa natura (FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY (FCA), *Best execution and payment for order flow. Thematic Review*, TR14/13, in <https://www.fca.org.uk/>, 2014).

314 FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY (FCA), *Payment for Order Flow (PFOF)*, in <https://www.fca.org.uk/>, 2019; FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY (FCA), *Market Watch. Newsletter on market conduct and transaction reporting Issues No 51*, in <https://www.fca.org.uk/>, 2016.

315 MINISTRY OF FINANCE OF THE NETHERLANDS, *Notification of additional requirements under Article 4 Directive 2006/73/CE (FM/2013/2120 M)*, in <https://www.europa.eu/>, 2013.

molto diversi da quest'ultimo: la necessità di ricorrere alle misure eccezionali di cosiddetta super-equivalenza rivela infatti una sfiducia nella capacità delle regole europee di ostacolare gli abusi del PFOF, con ciò confermando, indirettamente, margini più ampi, rispetto a quelli ritenuti esistenti nel Regno Unito, per la pratica in esame.

In termini più generali, le vicende regolatorie e di mercato che hanno caratterizzato i *broker a zero commissioni* dimostrano come la disciplina europea in materia di *inducement* non si sia rivelata in grado di assicurare l'omogeneità regolatoria che la MiFID II (e i relativi atti delegati) si attendevano. Al contempo, pur dopo un confronto presso le istituzioni europee che ha mostrato posizioni anche molto discordanti tra i paesi membri³¹⁶, ha prevalso presso i legislatori la convinzione che l'assetto attuale sia inadeguato anche sotto il profilo della tutela sostanziale degli investitori. L'iniziativa legislativa è stata quindi diretta a introdurre regole (ancor) più stringenti di quelle vigenti, sotto un duplice profilo e con tecniche normative non sempre omogenee. Da un lato, la Commissione europea ha proposto, nel contesto della cosiddetta *Retail Investment Strategy*, di affiancare alla disciplina attuale sugli incentivi un regime speciale, applicabile alla ricezione e trasmissione nonché all'esecuzione di ordini, che impedisce all'intermediario distributore di strumenti finanziari la percezione di commissioni retrocesse dall'intermediario produttore³¹⁷. La previsione, che si applica solo in assenza di consulenza, è pertanto rivolta al solo mercato primario, contesto non tipico per il PFOF.

Benché a quest'ultima sia astrattamente destinata una nuova disciplina di trasparenza, dall'altro lato – e più significativamente ai fini della nostra analisi – un vero e proprio divieto assoluto di percezione di incentivi è stato previsto, proprio per il PFOF, mediante una modifica al MiFIR e, pertanto, con previsione questa volta direttamente applicabile in quanto contenuta in un regolamento. La prassi del PFOF è stata quindi ritenuta così problematica da vincere la reticenza, che invece caratterizza la proposta della Commissione sulla *Retail Investment Strategy*, alla piana qualificazione degli incentivi come pratica illegittima³¹⁸. Il testo di compromesso risultante dal trilogio tra Commissione, Consiglio e Parlamento, infatti, stabilisce che gli intermediari operanti per conto di investitori al dettaglio o di clienti professionali su richiesta non possano percepire pagamenti o benefici non monetari di alcun tipo da terze parti per l'esecuzione di ordini su specifiche sedi di esecuzione (o per la relativa trasmissione ad altri intermediari in vista dell'esecuzione presso tali sedi). Sono fatti salvi, laddove ammessi dalla disciplina sulle sedi di negoziazione³¹⁹, sconti o rimborsi previsti dalle regole tariffarie di queste ultime, purché tali benefici siano retrocessi al cliente e non diano luogo ad alcun beneficio per l'intermediario³²⁰. L'impatto del divieto sul modello imprenditoriale dei *broker a zero commissioni* è destinato a essere riguardevole, anche al netto delle possibili alternative al PFOF che si sono indicate nel paragrafo 2 del capitolo

316 H. JONES, *Germany joins battle against EU ban on financial product commission*, Reuters, 16 gennaio 2023.

317 COMMISSIONE EUROPEA (2023), *cit.*, pp. 15 e 42 (art. 24a).

318 COMMISSIONE EUROPEA (2023), *cit.*, p. 23 (Considerando 3).

319 In particolare, il pagamento di rimborsi è concesso solo in favore di intermediari che si siano impegnati ad operare come *market maker* (per i mercati regolamentati art. 48, co. 9, MiFID II; per gli MTF e gli OTF art. 18, co. 5, MiFID II).

320 CONSIGLIO E PARLAMENTO EUROPEO (2024a), *cit.*, p. 138 s. (art. 39a).

4. Per tale motivo, la previsione concede agli Stati membri la possibilità di posticipare la data di applicabilità del divieto al 30 giugno 2026, ma solo qualora in tali paesi abbiano sede, al momento di entrata in vigore della nuova disciplina, intermediari che facciano ricorso al PFOF: una formulazione, quella della norma, che tradisce la mancanza di un quadro interpretativo omogeneo nell'Unione, anche a livello di orientamenti di supervisione.

3.6 L'obbligo di esecuzione degli ordini alle migliori condizioni (*best execution*)

Tra le previsioni a tutela degli investitori che si avvalgono dei servizi di *trading* offerte dalle piattaforme a zero commissioni, un ruolo preminente è ricoperto dalle regole sulla qualità dell'esecuzione degli ordini. I *broker* devono infatti dotarsi di politiche che assicurino «il miglior risultato possibile» per i clienti i cui ordini sono eseguiti (art. 47 Reg. intermediari; art. 27, co. 1, MiFID II; art. 65, co. 4, Reg. (UE) 2017/565). Si tratta di un obbligo il cui adempimento è alquanto oneroso: esso richiede, in chiave prospettica, la considerazione di tutte le possibili variabili che possano incidere sulle condizioni alle quali un ordine è eseguito e, in retrospettiva, una costante verifica dei risultati ottenuti nonché, qualora siano rilevati margini di miglioramento, la correzione delle relative strategie. Ciò non significa che l'intermediario debba ritenersi responsabile qualora il singolo ordine non abbia ottenuto le migliori condizioni presenti sul mercato: la valutazione ha infatti natura aggregata, ma è certamente incompatibile con la disciplina in esame una politica di esecuzione che non sia in grado di restituire con regolarità la migliore qualità dell'esecuzione³²¹.

La valutazione della qualità dell'esecuzione (e, quindi, i criteri che le strategie devono considerare) è tendenzialmente multivariata, dovendo tenere conto di fattori quali il prezzo del contratto di compravendita, i costi a esso relativi, la rapidità e probabilità di esecuzione, le dimensioni e la natura dell'ordine. Tuttavia, per i clienti al dettaglio, la valutazione ha riguardo al solo corrispettivo totale, comprensivo del prezzo dello strumento finanziario e dei costi di esecuzione (v. anche art. 64, co. 1, lett. a, Reg. (UE) 2017/565). La politica di esecuzione deve indicare, con granularità determinata sulla base delle diverse categorie di strumenti finanziari trattati, le sedi di esecuzione prescelte, da determinarsi in base alla loro capacità di assicurare il rispetto delle politiche dell'intermediario, con valutazione da riesaminarsi annualmente (art. 65, cc. 5 e 7, Reg. (UE) 2017/565).

Un elemento particolarmente rilevante per l'operatività dei *neobroker* è la previsione, reiterata a più riprese nella disciplina europea, per cui la volontà del cliente è sovrana e destinata a prevalere su qualunque politica e strategia di esecuzione dell'intermediario (art. 27, co. 1, MiFID II; art. 64, co. 2, e art. 65, co. 4, par. 2, Reg. (UE) 2017/565), ciò di cui il cliente stesso è reso edotto (art. 66, co. 3, Reg. (UE) 2017/565). La *ratio* della previsione si spiega in base al fatto che, in astratto, nel caso degli ordini cosiddetti "orientati" la selezione della sede di esecuzione è già stata fatta dal cliente

321 ESMA (2023b), *cit.*, pp. 19 e ss.

e, pertanto, essa non è soggetta alla dinamica di agenzia tipica dei servizi di investimento, nella quale il cliente si affida alla competenza professionale della controparte per massimizzare il proprio benessere. In tal caso, la determinazione del percorso della proposta di negoziazione non rispecchia pertanto la politica di esecuzione dell'intermediario, derivando invece da una scelta del cliente.

Tuttavia, la prassi dimostra come alcuni *broker* operanti sui mercati europei – e non solo tra i *neobroker*³²² – si siano avvalsi in modo sistematico della preferenza assegnata dall'ordinamento alla scelta della sede di esecuzione da parte dell'investitore (anche *retail*) per inviare regolarmente gli ordini a sedi di negoziazione predefinite, con le quali sussistesse un accordo di retrocessione delle commissioni. Ad esempio, nelle condizioni generali di contratto predisposte da Trade Republic si indicava, in passato, la sola Lang & Schwarz (sopra ricordata) quale sede di esecuzione³²³ e, al contempo, si stabiliva come l'esecuzione degli ordini della clientela non potesse avvenire se non sulla base di un'istruzione del cliente³²⁴, con ciò che ne derivava in termini di esclusione della responsabilità dell'intermediario rispetto agli obblighi di *best execution*³²⁵. Del resto, la stessa ESMA ritiene che la selezione di una sola sede di esecuzione all'interno della *execution policy* sia compatibile con la disciplina europea, anche se ciò non può esentare l'intermediario dal verificare costantemente che quella sede sia in grado di offrire regolarmente condizioni di esecuzioni ottimali³²⁶.

Al non sorprendente sfruttamento, da parte degli intermediari rammentati, della disposizione sugli ordini orientati, ha fatto tuttavia seguito la considerazione dell'ESMA secondo cui non può ritenersi genuinamente espressione della volontà dell'investitore l'indicazione, da parte di quest'ultimo, di una sede di esecuzione predefinita, qualora questa sia previamente specificata dall'intermediario nella modulistica contrattuale o in altre comunicazioni³²⁷. Al momento, peraltro, una delle reazioni a tale presa di posizione è stato il mero incremento delle sedi di esecuzione predefinite tra le quali i clienti possono scegliere, confermandosi la rimessione agli investitori della

322 G. SCHUSTER e M. RAETZ, *op. cit.*, 147.

323 TRADE REPUBLIC (2020), *cit.*, p. 53 («Trade Republic offers the Customer only a limited selection of tradeable securities as well as Execution Venues and means of execution. To this end, Trade Republic has concluded a subsequent contract for the execution of Customer orders with Lang & Schwarz Tradecenter AG & Co. KG (hereinafter "L&S") for access to the Lang & Schwarz Exchange, an electronic trading platform on the Hamburg stock exchange»).

324 TRADE REPUBLIC (2020), *cit.*, p. 55 («Trade Republic accepts buy and sell orders for securities solely on the basis of the Customer's instructions. The Customer must instruct Trade Republic as to which of the Execution Venues offered by Trade Republic his order should be executed at. Due to the limited choice of Execution Venues described above, this will apply even when only one execution venue is offered»).

325 TRADE REPUBLIC (2020), *cit.*, p. 52 («Where an investment services enterprise acts on specific instructions provided by the Customer, this obligation [to ensure the best possible execution of Customer orders] is deemed to be fulfilled once the instruction has been carried out») e 55 («Trade Republic is bound by the instruction provided by the Customer in the Application when placing an order. The Customer therefore bears the risk of selecting the appropriate execution venue. As a result, Trade Republic is not obligated to achieve the best possible result (best execution) in accordance with these execution policies. The Customer will be required to inform himself regarding the criteria relevant to him prior to providing an instruction regarding the execution venue»).

326 ESMA (2023b), *cit.*, pp. 21 s.

327 ESMA, 35-43-2749, *Public Statement. ESMA warns firms and investors about risks arising from payment for order flow and from certain practices by "zero-commission brokers"*, 2021a, pp. 2 s.

decisione finale, con conseguente venir meno dell'applicabilità delle politiche di esecuzione³²⁸: si tratta di indicazioni che all'atto pratico, quantomeno nel caso di Trade Republic, non hanno determinato una sostanziale dispersione degli ordini su diverse sedi, dato che l'esecuzione è rimasta di fatto concentrata unicamente sull'unico *market maker* precedentemente indicato³²⁹.

In seguito all'entrata in vigore del divieto di PFOF, le previsioni in materia di *best execution* manterranno intatta la propria validità e, anzi, diverranno ancor più rilevanti, dato che la necessità di tutela dell'interesse dei clienti delle piattaforme di trading non verrà meno con la scomparsa delle retrocessioni: l'assenza di queste ultime ridurrà, anzi, l'utilità di individuare preventivamente le sedi di esecuzione. Tuttavia, il riconoscimento, da parte del legislatore europeo, dell'insufficienza delle regole sugli incentivi a garantire la soddisfazione della clientela mettono in luce una limitazione nella capacità dell'ESMA di assicurare un sufficiente livello di allineamento nelle prassi di supervisione nazionale, le quali hanno condotto a risultati divergenti con riguardo all'ammissibilità del PFOF. Non sono stati in grado di assicurare tale omogeneità, in particolare, i tentativi dell'ESMA di indicare con gli orientamenti sopra ricordati linee interpretative comuni in materia di PFOF, né quelli che la medesima Autorità aveva suggerito in sede di revisione del Regolamento MiFIR. In particolare, l'ESMA aveva raccomandato di modificare le norme delegate in materia di informazione consuntiva circa la qualità dell'esecuzione (contenute nel RTS 28 ricordato supra) prevedendo una maggiore evidenza per gli incentivi ricevuti, con indicazione della somma delle commissioni percepite dall'intermediario in connessione all'esecuzione degli ordini per ciascuna delle cinque maggiori sedi di esecuzione e con il calcolo della media di tali quantità separatamente per ciascuno strumento finanziario³³⁰. La proposta fu poi ritirata in seguito alla presentazione, da parte della Commissione, della misura di abolizione del PFOF³³¹.

Poiché, come ricordato, il fenomeno dei *broker a zero commissioni* si è sviluppato in prima battuta negli Stati Uniti, anche con riguardo agli obblighi relativi all'esecuzione degli ordini può essere utile un sintetico confronto con la disciplina vigente in quell'ordinamento, tanto dal punto di vista della struttura fondante quanto da quello dell'evoluzione di quest'ultima.

Come anticipato, il regime statunitense si presenta come più permissivo sotto il profilo della possibilità di eseguire ordini presso sedi non soggette a obblighi di trasparenza (*dark pool*), con ciò facilitando la selezione delle sedi che abbiano previamente sottoscritto accordi di retrocessione con il *broker*. Più in dettaglio, le regole di condotta

328 TRADE REPUBLIC (2022a), cit., ove si legge che «*Trade Republic accepts orders to buy or sell securities exclusively on the basis of a customer's instruction. The customer must instruct Trade Republic at which of the offered execution venues his order is to be executed*».

329 TRADE REPUBLIC, *Top 5 Execution Venues 2022*, in https://assets.traderepublic.com/_2022b, ove si rileva come il 99,996% dei volumi negoziati su azioni sia stato eseguito da Trade Republic presso la già ricordata Börse Hamburg - Lang & Schwarz Exchange (HAML). La totalità degli ordini è qualificata come "orientata", in quanto colà indirizzata su indicazione della clientela.

330 ESMA, 35-43-2836, *Consultation Paper. Review of the MiFID II framework on best execution reports*, 2021b.

331 ESMA, 35-43-3088, *Final Report. Review of the MiFID II framework on best execution reports by investment firms*, 2022b, p. 11, paragrafo 25.

si caratterizzano, negli Stati Uniti, per l'indicazione di un risultato direttamente definito in base al (solo) beneficio da conseguire per il singolo cliente, mentre le misure dirette a soddisfare esigenze strutturali del sistema (quali gli obblighi di negoziazione nell'Unione europea) sono meno frequenti. In particolare, gli intermediari devono assicurare che le condizioni ottenute in sede di esecuzione degli ordini siano almeno pari al prezzo di riferimento (cosiddetto NBBO – *National Best Bid and Offer*). Il prezzo di riferimento è determinato sulla base delle informazioni relative ai migliori prezzi presenti sul mercato in ogni dato momento: a tali fini, il "mercato" è da intendersi come l'insieme di tutti i mercati regolamentati e i *market maker* che sono soggetti agli obblighi di comunicazione degli ordini in acquisto e in vendita presenti nei rispettivi *book* di negoziazione (cosiddetto NMS – *National Market System*). Il NBBO opera come parametro minimo per la prestazione degli intermediari, dato che questi sono tenuti ad assicurare condizioni "almeno pari" a quelle del NBBO, dovendo pertanto garantire un miglioramento su tale prezzo ogni qualvolta ciò sia possibile (*price improvement*). Mentre la soddisfazione di condizioni (almeno) pari a quelle del NBBO è un obbligo definito dalle regole settoriali degli intermediari (FINRA Rule 5310), la necessità di ottenere, ogniqualvolta ciò sia possibile, un miglioramento di prezzo deriva dagli obblighi cosiddetti fiduciari applicabili agli intermediari in quanto mandatari dei clienti³³². La disciplina è ulteriormente rafforzata dal divieto generalizzato (e applicabile anche alle stesse sedi di negoziazione) di eseguire ordini al di sotto delle migliori condizioni presenti sul NMS (SEC Rule 611). La SEC ha peraltro recentemente suggerito, con una proposta ancora in corso di valutazione nel momento in cui si scrive, di rafforzare la coerenza delle previsioni FINRA riproducendole in parte nella legislazione federale³³³.

332 N. WHITTEN, *op. cit.*, p. 713.

333 SEC, *Regulation Best Execution* (Release No. 34-96496; File No. S7-32-22, in https://www.sec.gov/_2022a).

Conclusioni

C. Brescia Morra

Il caso GameStop ha portato all'attenzione degli studiosi del diritto dei mercati finanziari nuovi modi in cui può manifestarsi la relazione fra investitori *retail* e mercati finanziari. Le novità più rilevanti sono l'accesso al mercato tramite piattaforme di brokeraggio (apparentemente) gratuite, a cui in molti casi si fa accesso tramite *smartphone*, e la circolazione delle informazioni relative all'investimento sui *social media* che in molti casi si presentano come titoli *meme* e cioè strumenti e prodotti finanziari resi popolari attraverso il ricorso ai cosiddetti "*meme*", ovvero immagini, frasi, video o foto declinate in maniera spiritosa che diventano veri e propri tormentoni, diffondendosi in maniera virale sul *web*.

Il primo capitolo descrive i fatti accaduti nel caso GameStop e li colloca in un contesto di "gamificazione" degli investimenti finanziari, prefigurando anche un possibile sviluppo delle transazioni del mercato finanziario nel metaverso. Viene quindi evidenziato il ruolo dei *fin-influencer* nelle scelte di investimento. Il secondo capitolo concentra l'attenzione sulla raccolta e la circolazione delle informazioni ai tempi del game e dei *social*, provando a rileggere i fatti accaduti nel caso GameStop con la lente degli studiosi di economia comportamentale. I capitoli 3 e 4 si interrogano sulla adeguatezza dell'attuale sistema normativo a garantire la protezione degli interessi pubblici sottesi alle regole speciali sui mercati finanziari, in primo luogo la protezione dei risparmiatori, in un mercato dominato da *meme-stock* e *fin-influencer*. Gli autori di questi due capitoli in particolare, si chiedono se esistano buchi nella regolamentazione che consentano agli operatori di evitare l'applicazione di pratiche onerose, ma che fino ad oggi sono state ritenute fondamentali per salvaguardare il corretto funzionamento dei mercati finanziari, oppure se alcuni istituti debbano essere adattati alle nuove modalità di accesso agli investimenti finanziari.

Alcune domande ricorrono nei capitoli 3 e 4. Gli autori indagano se sia più utile lo strumento contrattuale che interviene *ex ante* rispetto alla sanzione penale *ex post* dei comportamenti degli operatori che aggirano le regole dei mercati finanziari, oppure se abbia senso continuare a seguire la strada oggi centrale nel disegno legislativo europeo di imporre regole di condotta agli intermediari per proteggere gli investitori, in un contesto in cui è evidente che gli investitori fanno accesso ai mercati, in molti casi poco o nulla regolati, sempre più in maniera diretta e con strumenti come lo *smartphone*.

In entrambi i capitoli viene posto il dubbio se, a fronte dei dubbi sulla capacità delle attuali regole di proteggere adeguatamente gli investitori in un contesto nuovo di accesso agli investimenti da parte dei risparmiatori *retail*, la strada che il legislatore

debba percorrere debba essere il divieto assoluto di certe pratiche come il *copy trading* o l'assenza di commissioni di brokeraggio che sfrutti un evidente limite cognitivo. In realtà, in entrambi i capitoli viene in evidenza che il divieto assoluto di alcune pratiche non risponda allo spirito che sottende le regole sui mercati finanziari europei, che hanno da tempo abbandonato un atteggiamento paternalistico della tutela dei risparmiatori-investitori. Piuttosto che trattare il risparmiatore "non consapevole", come il minore di età a cui le sigarette non possano essere vendute, il legislatore europeo attuale lo considera un adulto per il quale è sufficiente l'avvertenza sui pericoli di cancro o la foto che pone in maniera scioccante l'acquirente di fronte ai pericoli del fumo, ma lo lascia libero di disporre della sua salute. Il caso GameStop peraltro evidenzia che proprio quest'ultimo risultato è posto in discussione dai *bias* cognitivi indotti dalla fruizione di informazioni che corrono sui *social*, che sono evidenziati in maniera icastica dall'espressione usata spesso da Trump nella sua campagna elettorale condotta sul "suo" (perché azionista controllante) *social network* "Truth Social" la "*truthful hyperbole*", in italiano "iperbole veritiera", che molti suoi denigratori chiamano "menzogna" o "bugia". Si tratta di iperbole o di menzogne, a seconda di come la si pensa, che sono cruciali per spiegare il successo politico di Trump. Il problema è acuito, come evidenziato nel capitolo 2, ricordando l'altro grande *tycoon* americano che usa i *social* in maniera intensa, fino ad acquistarne uno fra i più utilizzati al mondo Twitter, oggi X. Il controllo dei *social media* pone oggi gli stessi problemi di lotta alle grandi concentrazioni di potere che sono in grado, non solo di sfruttare il loro potere di mercato a danno di competitor e consumatori, ma anche a danno del corretto gioco democratico, come ai tempi dello Sherman Act del 1890 a cui si deve la nascita del diritto antitrust.

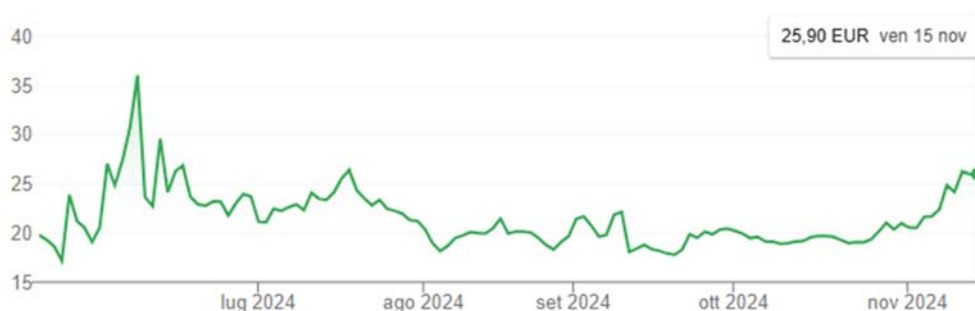
Il punto attorno a cui ruota il corretto funzionamento dei mercati finanziari, come il corretto svolgimento di elezioni democratiche, è la qualità e l'attendibilità delle informazioni alla base del convincimento di investitori e cittadini. Su questo punto ci sembra che il legislatore debba fare molta strada.

A fronte di questi dubbi non appare rassicurante pensare che il fenomeno di GameStop sia stato una meteora, dovuta a particolari condizioni di mercato che difficilmente si ripeteranno e che il funzionamento dei mercati sia tornato a essere basato sulle vecchie care teorie di un tempo, ossia la *Efficient Market Hypothesis* (EMH) in cui il prezzo è idoneo a esprimere un giudizio sul valore dell'investimento nel mercato finanziario³³⁴.

Mettere a comparazione due articoli dell'Economist, uno del 2 febbraio 2023 e uno del 16 maggio 2024, è molto istruttivo in proposito. Nell'articolo del 2023, *The last gasp of the meme-stock* la saga di GameStop veniva inquadrata in un contesto di tassi di interesse molto bassi (vicino allo zero), con conseguente grande liquidità che consentiva una crescita irrazionale dei prezzi di qualsiasi titolo ed entusiasmi speculativi. Tassi di interesse più alti hanno cambiato la dinamica dei mercati; il rallentamento dell'economia ha reso meno appetibili l'investimento in *meme-stock*. Lo scoppio della bolla del mercato delle *cripto-currency* ha evidenziato che in molti casi alla base delle bolle finanziarie recenti vi erano veri e proprio fenomeni di frode. In questo contesto,

334 Si veda per tutti FAMA, *op. cit.*, p. 383.

sembravano tornati a essere cruciali i giudizi degli analisti finanziari, anche con le pratiche di *short seller* tanto odiate dagli investitori attivi su Robinhood. Diversamente, nel maggio 2024 il punto su Business sottolinea che le *meme-stock* al centro della crescita tumultuosa durante la pandemia sono tornate a "ruggire". In particolare, viene pubblicata una tabella in cui si evidenzia che il prezzo delle azioni di GameStop è tornato a crescere in maniera tumultuosa del 74% nel maggio 2024, con un picco a 36 dollari il 7 giugno 2024 (come meglio illustrato nel seguente grafico); successivamente il prezzo si è attestato a un valore di circa 20 dollari nel periodo da agosto a ottobre 2024. Il prezzo è poi iniziato nuovamente a salire a novembre, toccando un picco di 26 dollari circa il 15/11.



Fonte: Google Finance.

La causa di questa crescita improvvisa nel mese di maggio 2024 è, ancora una volta, l'attività sull'account X Roaring Kitty, che era stato dormiente dal giugno 2021. L'account fa capo a Keith Gill, l'analista finanziario, molto attivo su Reddit³³⁵ ai tempi della saga di GameStop.

335 Vale la pena ricordare che, ai tempi della saga di Gamestop, Gill usava il nome utente di *DeepFackingValue*. Si tratta di un termine non consono a un contesto di negoziazioni nei mercati mobiliari, ma il suo successo nello spingere molti utenti ad investire impone agli studiosi della materia di abbandonare gli schemi tradizionali per analizzare i comportamenti degli investitori al tempo dei social.

Bibliografia

- M. ABBOTT, *The metaverse has got banks thinking about a radically different future*, Forbes, in <https://www.forbes.com/sites/michaelabbott/2022/09/14/fools-gold-or-bullion-the-metaverse-has-got-banks-thinking-about-a-radically-different-future/?sh=1df2eee61bcf>, 14 settembre 2022
- S. ADAMS, K. CONNOR, K. ERIC, *Do investors save when market makers pay? retail execution costs under payment for order flow*, Working Paper, in <https://www.ssrn.com/>, 2021
- AFM, *Steeds meer Nederlanders beleggen om vermogen op te bouwen*, in <https://www.afm.nl/nl-nl/nieuws/2021/april/consumentenmonitor-beleggen-najaar-2020>, 2021
- AFM, *Assessing the quality of executions on trading venues. The comparative pricing model*, in <https://www.afm.nl/>, 2022
- D. AGGARWAL, A. H. Choi e Y. H. A. Lee, *The meme stock frenzy: origins and implications*, in corso di pubblicazione su 96 *S. Cal. L. Rev.*, disponibile su https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4432824, 2023
- N. AGGARWAL, D. Bondy Valdovinos Kaye e Christopher Odinet, *#Fintok and Financial Regulation*, in 54 *Ariz. St. L.J.*, 2023
- A. ALOOSH, S. OUZAN e S. J. H. SHAHZAD, *Bubbles across Meme Stocks and Cryptocurrencies*, Finance Research Letters, Forthcoming, disponibile all'indirizzo SSRN: <https://ssrn.com/abstract=4165054>, 2022
- A. ALOOSH, H. E. CHOI e S. OUZAN, *The tail wagging the dog: how do meme stocks affect market efficiency?*, in 87 *Int'l Rev. Econ. Fin.*, 2023
- AMF, *Les investisseurs particuliers et leur activité depuis la crise COVID : plus jeunes, plus nombreux et attirés par de nouveaux acteurs*, in <https://www.amf-france.org/fr/actualites-publications/publications/rapports-etudes-et-analyses/les-investisseurs-particuliers-et-leur-activite-depuis-la-crise-covid-plus-jeunes-plus-nombreux-et>, 2021
- AMF, *The AMF and the ARPP launch the Responsible Influence Certificate in Finance*, 2023
- A. ANAND, J. PATHAK, *The role of Reddit in the GameStop short squeeze*, Economics Letters, 211, 110249, 2022
- J. P. ANDERSON, J. KIDD e G. A. MOCSARY, *Social media, securities markets, and the phenomenon of expressive trading*, in 25 *Lewis & Clark L. Rev.*, p. 1223, 2022
- J.J. ANGEL, *GameStonk: What happened and what to do about it*, Georgetown McDonough School of Business Research Paper No. 3782195 working paper, 2021

- M. R. H. ANGGARA et al., *The presence of commercial banks in metaverse's financial ecosystem: opportunities and risks*, Journal of Central Banking Law and Institutions, 2022
- F. ANNUNZIATA, *Retail Investment Strategy. How to boost retail investors' participation in financial markets*, Policy Department for Economic, Scientific and Quality of Life Policies, Directorate-General for Internal Policies, PE 740.090, giugno 2023
- F. ARAMIAN, L. NORDÉN, *Costs and benefits of trading with stock dealers: The case of systematic internalizers*, 29 *European Financial Management* 1, 2023
- M. ARRIGONI, *The gamestop case and investor protection. towards a new regime for the provision of executive investment services*, Orizzonti del Diritto Commerciale 949, 2021a
- M. ARRIGONI, *Think Twice, It's All Right. Lessons from the GameStop Saga*, EBI Working Paper Series No. 98, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3877240, 2021b
- AVANADE, *Working in the metaverse How banks can create value*, in <https://www.avanade.com/-/media/asset/technologies/working-in-the-metaverse-how-banks-can-benefit.pdf?la=en&ver=2&hash=C02064374D99079B65944F5E45453F8A>, 2022
- BAFIN, *Investment tips on social media: caution is paramount*, in https://www.bafin.de/EN/Verbraucher/Aktuelles/verbraucher_soziale_medien_en.html, 2023
- A. BARBARINO, *SEC's Peirce on crypto ambitions, GameStop's lessons*, in *Law360*, 2021
- B. M. BARBER, Z. Huang, T. Odean e C. Schwarz, *Attention-induced trading, and returns; evidence from robinhood Users*, in 77 *J. Fin.*, 2022
- A. Baricco, *The Game*, Einaudi – La Repubblica, Roma, 2018
- R. BATTALIO e C. HOLDEN, *A simple model of payment for order flow, internalization, and total trading cost*, 4 *Journal of Financial Markets* 33, 2001
- R. BATTALIO e T. LOUGHRAN, *Does Payment for Order Flow to Your Broker Help or Hurt You?*, 80 *Journal of Business Ethics* 37, 2008
- J. H. BALSTERS e J. EVERSHERD, *La gamification en sciences du comportement: une perspective fascinante pour la recherche en ligne*, in *Guide de l'Économie Comportementale*, Soyez Nudge, Labrador BVZ, 2021
- L. BEYOND e KATHERINE DOHERTY, *SEC Set to Let Wall Street Keep Payment-for-Order-Flow Deals*, Bloomberg, 22 settembre, 2022
- R. BIANCHETTI, *Il fenomeno del gioco d'azzardo in italia: analisi criminologica e questioni di rilevanza penale*, *Rivista Italiana di Medicina Legale (e del Diritto in campo sanitario)*, fasc.1, 2021

- S. BRYZGALOVA, A. PAVLOVA e T. SIKORSKAYA, *Retail trading in options and the rise of the big three wholesalers*, 78 *Journal of Finance* 3465, 2023
- A.J.B. CABLE, *Regulating Democratized Investing*, in 83 *Ohio St. L.J.*, 2022
- E. C. CANATAN, A. TOKER, e A. COŞKUN, *Understanding finfluencer engagement: a conceptual framework of attitude development and continued usage in video consumption* (No. 10850), EasyChair, 2023
- A. CANEPA, *Social media e fin-influencers come nuove fonti di vulnerabilità digitale nell'assunzione delle decisioni di investimento (Social media and fin-influencers towards a new digital vulnerability in investment decisions)*, in Pubblicazione degli atti del Convegno "La Supervisione finanziaria dopo due crisi. Quali prospettive", tenutosi il 17 ed il 18 giugno 2022 presso l'Isola di Capri ed organizzato dall'Università degli Studi di Napoli "Parthenope", in https://air.unimi.it/retrieve/89afe6cd-c967-4192-9b23-48e5eac1122d/2022_01_RTDE_Allegra-Canepea%20social%20media.pdf, 2022
- CESR, *Understanding the definition of advice under MiFID. Questions & Answers*, in https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/10_294.pdf, 2010
- CFA INSTITUTE, *Payment for Order Flow. Internalisation, retail trading, trade-through protection, and implications for market structure*, Policy Brief, in <https://www.cfainstitute.org/>, 2016a
- CFA INSTITUTE, *Payment for Order Flow in the united kingdom. internalisation, retail trading, trade-through protection, and implications for market structure*, in <https://www.cfainstitute.org/>, 2016b
- CFA INSTITUTE, *Fun and games investment gamification and implications for capital markets*, in <https://www.cfainstitute.org/-/media/documents/article/industry-research/investment-gamification-implications.pdf>, 2022
- H. CHEN, P. DE, Y. HU e B.H. HWANG, *Wisdom of crowds: the value of stock opinions trasmitted through social media*, in 27 *Rev. Fin. Stud.*, 2014
- I. CHIU H-Y, *Social Disruptions in securities markets – what regulatory response do we need?*, in 28 *Rich. J. L. & Tech.*, 2021
- V. CHIU e M. A. YAHYA, *The Meme Stock Paradox*, in 3 *Corp. & Bus. L.J.*, 2022
- CITI, *Metaverse and money*, in https://www.citifirst.com.hk/home/upload/citi_research/AZRC7.pdf, 2022
- CNVM, *Nueva circular de la CNVM de publicidad sobre criptoactivos presentados como objeto de inversión*, 17 gennaio 2022, in <https://www.cnmv.es/web-services/verdocumento/ver?t=%7b67a4f7e8-49b7-42ec-8328-f8f4b2004cd8%7d>, 2022a
- CNVM, *Nota de prensa: la CNMV detecta algunos influencers que podrían estar difundiendo recomendaciones de inversión sin cumplir integralmente con la normativa*,

- 24 ottobre 2022, in <https://www.cnmv.es/portal/verDoc.axd?t=%07Bd6e36d88-f319-4671-98ca-fa8f1cecc112%7D>, 2022b
- CNMV, *Payment for Order Flow: an analysis of the quality of execution of a zero-commission broker on Spanish stocks*, in <https://www.cnmv.es/>, 2022c
- J.C. Jr Coffee e J. Mitts, *Short selling and the new market manipulation*, <https://clsbluesky.law.columbia.edu/>, 2019
- COMMISSIONE EUROPEA, *Proposal for a Regulation of the European Parliament and of The Council amending Regulation (EU) No 600/2014 as regards enhancing market data transparency, removing obstacles to the emergence of a consolidated tape, optimising the trading obligations and prohibiting receiving payments for forwarding client orders* (COM/2021/727 final), 2021
- COMMISSIONE EUROPEA, *Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Directives (EU) 2009/65/EC, 2009/138/EC, 2011/61/EU, 2014/65/EU and (EU) 2016/97 as regards the Union retail investor protection rules* (COM/2023/279 final), 2023
- CONSIGLIO E PARLAMENTO EUROPEO, *Regulation (EU) of the European Parliament and of the Council of amending Regulation (EU) No 600/2014 as regards enhancing data transparency, removing obstacles to the emergence of consolidated tapes, optimising the trading obligations and prohibiting receiving payments for forwarding client orders – Confirmation of the final compromise text with a view to agreement* (13972/23), 2024a
- CONSIGLIO E PARLAMENTO EUROPEO, *Directive (EU) 2023/ of the European Parliament and of the Council of amending Directive 2014/65/EU on markets in financial instruments – Confirmation of the final compromise text with a view to agreement* (13973/23), 2024b
- CONSOB, *Dichiarazione sui casi di anomala volatilità nella negoziazione di azioni e nell'utilizzo di social forum e piattaforme di trading on-line*, 13 aprile 2021
- CONSOB, *Piano Strategico 2022-2024*, in https://www.consob.it/documents/1912911/1949521/ps_2224.pdf/dcc07424-55f5-d283-8b0a-4d7c8e3e0507, 2022
- CONSOB, *Relazione annuale 2022*, in <https://www.consob.it/documents/11973/2262376/ra2022.pdf/a7e2db0b-66d1-ce20-0113-a001e3959d5b?t=1686059448060>, 2023
- M. COSSU, *Dalle scelte di investimento dei Post-Millennials, e del difficile rapporto tra analfabetismo finanziario e finanza sostenibile*, in *Riv. delle Soc.*, 5-6, 2021
- R. COSTI, L. ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, Cedam, Padova, 2004
- M. COSTOLA, M. IACOPINI, C. R.M.A. Santagiustina, *On the “mementum” of meme stocks*, *Economics Letters*, Volume 207, 110021, ISSN 0165-1765, <https://doi.org/10.1016/j.econlet.2021.110021>, 2021

- M. CUPELLA, *I mercati finanziari a confronto con nuove tecnologie e Social media: le prospettive penalistiche dell'Affaire GameStop*, 16 Bocconi Legal Papers, 2021
- CYBO-OTTONE et al., *Recent development in the structure of securities markets*, in *brookings-wharton papers on financial services*, 2000
- F. D'ALESSANDRO, *Il caso GameStop: una tempesta perfetta mette in crisi lo statuto della manipolazione del mercato*, in *Dir. pen. proc.*, p. 1234, 2021
- F. D'ALESSANDRO, *Market abuse*, in *Il Testo Unico finanziario*, diretto da M. Cera e G. Presti, Zanichelli, Bologna, vol. **, 2166, 2020
- T. DE RENZIS, *La digitalizzazione tra sfide ed opportunità Digitalizzazione - Conoscenze, attitudini e comportamenti degli investitori italiani*, in https://www.con-sob.it/documents/1912911/2058255/20230223_DeRenzis.pdf/fb667390-10ea-1fe1-5ee1-522330268e38?t=1677147697270, 2023
- P. DERIU, *Intelligenza artificiale e vigilanza sui mercati finanziari*, in *AI Anthology*, Profili giuridici, economici e sociali dell'intelligenza artificiale, G. Cerrina Feroni, C. Fontana, E. C. Raffiotta (a cura di), Il Mulino, Bologna, 2022
- C. DIM, *Should retail investors listen to social media analysts? Evidence from text-implied beliefs*, https://www.efmaefm.org/OEFMAMEETINGS/EFMA%20ANNUAL%20MEETINGS/2022-Rome/papers/EFMA%202022_stage-3032_question-Full%20Paper_id-32.pdf, 2021
- S. DOLGOPOLOV, *Off-Exchange market makers and their best execution obligations: an evolving mixture of market reform, regulatory enforcement, and litigation*, 17 New York University Journal of Law and Business 477, 2021
- DUBEY VIVEK et al., *Metaverse and Banking Industry – 2023 The Year of Metaverse Adoption*, Technium: Romanian Journal of Applied Sciences and Technology, 4. 62-73. 10.47577/technium.v4i10.7774, 2022
- S. DUZ TAN E O. TAS, *Social media sentiment in international stock returns and trading activity*, in 22 *J. Behav. Fin.*, 2021
- G. W. EATON, T. C. GREEN, B. S. ROSEMAN E Y. WU, *Retail trader sophistication and stock market quality: evidence from brokerage outages*, in 146 *J. Fin.*, 2022
- L. ENRIQUES, *Conflicts of interests in investment services: the price and uncertain impact of MiFID's regulatory framework*, in G. Ferrarini e E. Wymeersch (a cura di), *Investor Protection in Europe*, Oxford University Press, Oxford, 2006
- ESMA, 2012/382, *MiFID Questions and Answers*, in <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2012-382.pdf>, 2012
- ESMA, 35-43-620, *Guidelines on MiFID II product governance requirements*, 2018
- ESMA, 35-43-1135, *Notice of ESMA's Product Intervention Decisions on CFDs and binary options*, 22 maggio 2018

- ESMA, 35-43-2749, *Public Statement. ESMA warns firms and investors about risks arising from payment for order flow and from certain practices by "zero-commission brokers"*, 2021a
- ESMA, 35-43-2836, *Consultation Paper. Review of the MiFID II framework on best execution reports*, 2021b
- ESMA, *Statement. Episodes of very high volatility in trading of certain stocks*, 17 febbraio 2021, disponibile su <https://www.esma.europa.eu/document/episodes-very-high-volatility-in-trading-certain-stocks>, 2021c
- ESMA, 70-154-2780, *ESMA's Statement on Investment Recommendations on Social Media*, 28 ottobre 2021, in https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-154-2780_esmas_statement_on_investment_recommendations_on_social_media.pdf, 2021d
- ESMA, 35-42-1227, *Final Report on the European Commission mandate on certain aspects relating to retail investor protection*, in https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-42-1227_final_report_on_technical_advice_on_ec_retail_investments_strategy.pdf, 2022a
- ESMA, 35-43-3088, *Final Report. Review of the MiFID II framework on best execution reports by investment firms*, 2022b
- ESMA, 71-99-1935, 29 April 2022, in https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma71-99-1935_pr_-_ta_on_retail_investor_protection.pdf, 2022c
- ESMA, 70-156-6360, *Final Report on ESMA's Opinion on the Trading Venue Perimeter*, 2023a
- ESMA, 35-43-349, *Questions and Answers on MiFID II and MiFIR investor protection and intermediaries topics*, 2023b
- ESMA, 35-43-620, *Guidelines on MiFID II product governance requirements*, in <https://www.esma.europa.eu/document/guidelines-mifid-ii-product-governance-requirements>, 2023c
- EUROFI FORUM, *Retail Investment Strategy: key priorities*, settembre 2022, in <https://www.eurofi.net/wp-content/uploads/2022/12/the-eurofi-high-level-seminar-prague-retail-investment-strategy-key-priorities-summary-september-2022.pdf>
- EUROPEAN COMMISSION, *Questions and answers on the Retail Investment Package*, 24/05/2023, in https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/qanda_23_2869
- EUROPEAN COMMISSION, *Daily News del 17/10/2023*, in https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/mex_23_5067
- O. EVEN-TOV et al., *Fee the People: Retail Investor Behavior and Trading Commission Fees*, MIT Sloan Research Paper No. 6801-2022, 2023

- C. FAILLA, *Gamification, dark patterns e cripto-attività. Prospettive di adattabilità della disciplina delle pratiche commerciali scorrette*, Osservatorio del diritto civile e commerciale (ISSN 2281-2628) Fascicolo 1, gennaio 2024
- J. FALLOW TIERNEY, *Investment Games*, 72 Duke Law Journal 353, 2022, in <https://scholarship.law.duke.edu/dlj/vol72/iss2/2>
- E. F. FAMA, *Efficient Capital Markets: A review of Theory and Empirical Work*, in *Journal of Finance*, 1970
- A. FARLEY, *Is there a catch to free stock trading? Free stock trades have a few problems*, Investopedia, in <https://www.investopedia.com/>, 2022
- A. FERREL, *A Proposal for solving the "Payment for Order Flow" problem*, 74 Southern California Law Review 1027, 2001
- FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY (FCA), *Best execution and payment for order flow*. Thematic Review, TR14/13, in <https://www.fca.org.uk/>, 2014
- FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY (FCA), *Market Watch*. Newsletter on market conduct and transaction reporting Issues No 51, in <https://www.fca.org.uk/>, 2016
- FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY (FCA), *Payment for Order Flow (PFOF) – Dear CEO letter*, in <https://www.fca.org.uk/>, 2017
- FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY (FCA), *Payment for Order Flow (PFOF)*, in <https://www.fca.org.uk/>, 2019
- FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY (FCA), *FCA warns that younger investors are taking on big financial risks all'indirizzo*, in <https://www.fca.org.uk/news/press-releases/fca-warns-younger-investors-are-taking-big-financial-risks>, 2021a
- FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY (FCA), *Young investors driven by competition and hype*, in <https://www.fca.org.uk/news/press-releases/young-investors-driven-competition-hype>, 2021b
- FINANCIAL SERVICES AUTHORITY (FSA), *Guidance on the practice of "Payment for Order Flow"*, in <https://www.fca.org.uk/>, 2012
- J. E. FISCH, *GameStop and the Reemergence of the Retail Investor*, in 102 *B.U. L. Rev.*, 2022
- A. FLECKNER, *Regulating trading practices*, in *niamh moloney*, Eilís Ferran e Jennifer Payne (a cura di), *The Oxford Handbook of Financial Regulation* (Oxford University Press, Oxford), 2015
- M. FOX, et al., *The new stock market: sense and nonsense*, in 65 *Duke L.J.* 191, 2015
- M. B. FOX, L. R. GLOSTEN, G. V. RAUTENBERG, *The new stock market: law, economics, and policy*, Columbia University Press, New York, 2019
- M. FRANCHI, *Best execution, multiple trading venues e sistemi di scambi organizzati: alcune considerazioni generali ed un'analisi empirica del mercato dei Titoli di Stato*, Quaderno di Finanza CONSOB, in <https://www.consob.it/>, 2003

- M. GARGANTINI, *I forum degli azionisti*, in F. Briolini (a cura di), *Principio capitalistico quo vadis?*, Giappichelli, Torino, 2016
- I. GIANSTEFANI, L. LONGO, M. RICCABONI, *The echo chamber effect resounds on financial markets: a social media alert system for meme stocks*, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4053771, 2022
- G. GIGERENZER, *Gut feelings. The intelligence of the Unconscious*, New York, Penguin, 2007. Traduzione *Decisioni intuitive. Quando si sceglie senza pensarci troppo*, Milano, Cortina, 2009
- S. GLOSSNER, P. P. MATOS, S. RAMELLI E A. F. WAGNER, *Where do institutional investors seek shelter when disaster strikes? Evidence from COVID-19*, CEPR Discussion Papers, (No. 15070), 2020
- GOLDMAN SACHS, *Framing the future of web 3.0 metaverse edition*, in <https://www.goldmansachs.com/insights/pages/gs-research/framing-the-future-of-web-3.0-metaverse-edition/report.pdf>, 2021
- J. GONZALEZ CABAÑAS et al. (2017), *FDVT: Data valuation tool for Facebook users*, in Proceedings of the 2017 CHI Conference on Human Factors in Computing Systems (ACM)
- S.A. GRAMITTO RICCI, C.M. Sautter, *Corporate governance gaming: the collective power of retail investors*, in 22 *Nev. L.J.*, 2021
- S. A. GRAMITTO RICCI, C. M. Sautter, *The wireless investors movement*, in *Univ. Chi. Bus. L. Rev. Blog*, 2022
- C.N. GRIFFIN, *Extrinsic value*, in corso di pubblicazione su 75 *Ala. L.Rev.*, reperibile su www.ssrn.com, 2023
- C. N. GRIFFIN, *Extrinsic value*, in 75 *Ala. L. Rev.*, 2023
- S. GUAN, *Meme investors and retail risk*, in 63 *B. C. L. Rev.*, 2022
- S. GUAN, *The rise of the finfluencer*, New York University Journal of Law and Business, Forthcoming, Santa Clara Univ, Legal Studies Research Paper Forthcoming, 2022
- Y. HAO, *Why capital always win—a case study for gamestop*, Journal of Education, Humanities and Social Sciences, 2022, 2: 163-166
- R. HART, *The Silver squeeze: Redditors dividend and silver value soars ad online traders switch to commodities*, in *Forbes* 1 febbraio 2021, in "The Silver Squeeze": Redditors Divided And Silver Value Soars As Online Traders Switch Focus To Commodities (forbes.com), 2021
- T. HASSO, D. MÜLLER, M. PELSTER E S. WARKULAT, *Who participated in the gamestop frenzy? Evidence from brokerage accounts*, Finance Research Letters, 102140; TAF Working Paper No. 58/February 2021, in SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3792095> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3792095>, 2021

- P. INGASSIA, *How robinhood has revolutionized online trading and dramatically upended the traditional model for Payment for Order Flow (PFOF)*, 16 Virginia Law & Business Review 183, 2021
- M. JAIN, D. K. SHETTY, N. NAIK, B. S. MADDODI, N. MALAROUT, E. N. PERULE,, *Application of gamification in the banking sector: A systematic review*, Test & Engineering Management, 83, 2020
- P. K. JAIN, S. MISHRA, S. O'DONOGHUE E L. ZHAO, *Trading volume shares and market quality: pre- and post-zero commission*, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3741470, 2023
- R. JARROW, S. LI, *Media trading groups and short selling manipulation*, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3804130, 2021D. Kahneman, *Thinking, Fast and Slow*, London, Penguin, 2011, traduzione *pensieri lenti e veloci*, Milano, Mondadori, 2012
- A. KALDA, B. LOOS, A. PREVITERO E A. HACKETHAL, *Smart (phone) investing? A within investor-time analysis of new technologies and trading behavior*, SAFE Working Paper, No. 303, Leibniz Institute for Financial Research SAFE, Frankfurt a. M., 2021
- A. KANKANHALLI, M. TAHER, H. CAVUSOGLU E S. H. KIM, *Gamification: A new paradigm for online user engagement*, Proceedings of the Thirty Third International Conference on Information Systems, 2012
- R. S. KARMEL, *The First Amendment and government regulation of economic markets*, 55 Brook. L. Rev., 1989
- S.V. KERCKHOVEN, S. O'DUBHAILL, *GameStop: How online "degenerates" took on hedge funds*, in *Exchanges* 2021 8(3), in *Game Stop: How online 'Degenerates' Took on GameStop* by Sven Van Kerckhoven, Sean O'Dubhghaill, 2021
- T. KLEIN, *Bits of advice: the true colours of dark patterns*, Oxera.com, in <https://www.oxera.com/insights/agenda/articles/bits-of-advice-the-true-colours-of-dark-patterns/>, 2021a
- T. KLEIN, *A Note on GameStop, Short Squeezes, and Autodidactic Herding: an evolution in financial literacy?*, Finance Research Letters, Vol. 102229, DOI: 10.1016/j.frl.2021.102229, 2021b
- P. KRÜGER ANDERSEN, *Time to reduce complexity in a data-driven regulatory agenda – perspectives on the MiFID II best execution regime*, 17 European Company and Financial Law Review 692, 2020
- C. M. JONES, A. REED, E. W. WALLER, *When brokerages restrict retail investors, does the game stop?*, Columbia Business School Research Paper Forthcoming, 2021
- H. JONES, *Germany joins battle against EU ban on financial product commission*, Reuters, 16 gennaio 2023
- T. LAMBERT, *How to Regulate, A guide for Policymakers*, Cambridge University Press, Cambridge, 2017

- J. LANCHESTER, *You are the product*, in *London Review of Books*, 2017, in <https://www.lrb.co.uk/v39/n16/john-lanchester/you-are-the-product>
- K. LANGVARDT, J. F. TIERNEY, *On "Confetti Regulation": the wrong way to regulate gamified investing*, in 131 *Yale L.J.F.*, 2021-2022
- LANG & SCHWARZ, *Regelwerk Lang & Schwarz Exchange*, in https://www.ls-tc.de/_2024
- M. LEE, *How gamification could take investor experiences to a new level*, www.ey.com, 2019
- P. LEGRENZI, *Psicologia e Investimenti Finanziari: come la Finanza Comportamentale aiuta a capire le scelte di investimento*, La Feltrinelli, Milano, 2006
- G. LIACE, *Osservatorio – L'investitore irrazionale*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2020
- T.C.W. LIN, *The New Market Manipulation*, in 66 *Emory L.J.*, p. 1253, 2017
- N. LINCiano, G. SICILIANO E G. TROVATORE, *L'industria dei servizi di regolamento delle operazioni in titoli. Struttura, dinamiche competitive e questioni regolamentari*, in *Quaderni di finanza CONSOB*, No 58, 2005
- C. LONG, B. M. LUCEY E L. YAROVAYA, L., *I Just Like the Stock "versus" Fear and Loathing on Main Street": The Role of Reddit Sentiment in the GameStop Short Squeeze*. SSRN Electronic Journal, 31, 1-37, 2021
- P. LUCANTONI, *Mercato dei capitali, pandemia e informazione al mercato: il dibattito sull'evoluzione della disciplina degli abusi di mercato*, in *Banca Borsa e tit. cred.*, n. 4, 2022
- Š. LYÓCSA, E. BAUMÖHL E T. VÝROST, *YOLO trading: Riding with the herd during the GameStop episode*, *Finance Research Letters*, 46, 102359, 2022
- J.R. MACEY, *Securities Regulation and Class Warfare*, in 2021 *Colum. Bus. L. Rev.*, 2021
- D. MALAGUTI, *Fare squadra. Psicologia dei gruppi di lavoro*, Bologna, Il mulino, 2018
- R. MANNINO, *La tutela dell'investitore retail, tra "spinte gentili", strumenti di public enforcement e rimedi civilistici. Una realtà in continuo divenire*, in *Giust. Civ.*, 1, 2023
- J. MCCRANK, *US Online Brokers Still Profiting from "Dumb Money"*, Reuters, in <https://www.reuters.com/>, 2019
- MEF, *Libro verde su "La competitività dei mercati finanziari italiani a supporto della crescita"*, in https://www.dt.mef.gov.it/export/sites/sitodt/modules/dipartimento/consultazioni_pubbliche/LibroVerde-04.pdf, 2022
- S. MEYER, C. UHR E L. JOHANNING, *Private Investors and the emergence of neo-brokers: Does payment for order flow harm private investors?*, working paper in <http://www.ssrn.com/>, 2021

- METAVERSED, *Metaverse user age profile*, Metaversed Research & Insight, in <https://www.metaversed.consulting/blog/the-metaverse-reaches-400m-active-users>, 2022
- F. MICHAELSEN, L. COLLINI et al., *The impact of influencers on advertising and consumer protection in the Single Market*, Publication for the committee on Internal Market and Consumer Protection (IMCO), Policy Department for Economic, Scientific and Quality of Life Policies, European Parliament, Luxembourg, 2022
- V. MILOVIDOV, *Game Stops not yet: investors' behavior in the post-pandemic times*, in SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3905795> o <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3905795>, 2021
- MINISTRY OF FINANCE OF THE NETHERLANDS, *Notification of additional requirements under Article 4 Directive 2006/73/CE (FM/2013/2120 M)*, in <https://www.europa.eu/>, 2013
- J. A. MITTS, *Legal perspective on technology and the capital markets: social media, short activism and the algorithmic revolution*, Columbia Law and Economics Working Paper No. 615, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3447235, 2019
- P. MOLK, F. PARTNOY, *The long-term effects of short selling and negative activism*, in 2022 *U. Ill. L. Rev.*, 2022
- N. MOLONEY, *How to protect investors*, Cambridge University Press, Cambridge, Cambridge, 2010
- U. MORERA, *Giudicare i rapporti economici. profili cognitivi*, in *AGE*, 2018, 2
- C. MOSCA, *Il caso GameStop: vecchi e nuovi istituti a confronto*, presentazione nel corso di un seminario organizzato dal Centro di Ricerca Paolo Ferro-Luzzi sul Diritto della Banca e della Finanza in Europea, 23 aprile 2021.
- F. MUCCIARELLI, *Commento all'art. 185*, in M. Fratini-G. Gasparri (a cura di), *Il Testo Unico della Finanza*, Utet, Torino, 2378, 2012
- U. K. MUHAMMAD, A. FAHAD, J. YUEXIANG E X. WENWU, *Predictability of extreme daily returns and Preference for lottery-like stocks in an emerging market*, *Economic Research-Ekonomska Istraživanja*, 35:1, 1322-1344, DOI: 10.1080/1331677X.2021.1965000, 2022
- H. NORTON, *Manipulation and the First Amendment*, in 30 *WM. & Mary Bill Rts. J.*, 2021
- R. ORTMANN, M. PELSTER E S. T. WENGEREK, *COVID-19 and investor behaviour*, *Finance research letters* 37, 2020
- P. L. PARCU., N. INNOCENTI, C. CARROZZA, *The Metaverse: technology, financing and economics*, Robert Schuman Centre for Advanced Studies Research Paper, 2023
- K.J. PAUL, *Playing the game: hedge funds, brokerage firms, and social media influencers in the context of SEC Rule 10b-5 market manipulation*, in 16 *Ohio St. Bus. L.J.*, 2021

- L. H. PEDERSEN, *Game on: social networks and markets*, NYU Stern School of Business Forthcoming, in SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3794616> o <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3794616>, 2021
- A. PERRONE, *Il diritto del mercato dei capitali*, Giuffrè, Milano, 2020
- F. PFLÜCKE, *Rethinking the regulation of financial influencers*, Journal: Verfassungsblog: On Matters Constitutional, DOI: 10.17176/20230524-020306-0, 2023
- T. PINTO et al., *Liability of online publishers for user generated content: a european perspective*, in *Communications Lawyer*, 2010
- T. RENAULT, *Market manipulation and suspicious stock recommendations on social media*, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3010850, 2018
- REUTERS, *SEC chairman says ban of payment for order flow "on the table"*, 30 agosto, in <https://www.reuters.com/>, 2021
- ROBINHOOD (s.d.(a)), *How we make money*, in <https://robinhood.com/us/en/about-us/how-we-make-money/>
- ROBINHOOD (s.d.(b)), *Standard pricing fee schedule*, in <https://robinhood.com/us/en/about-us/how-we-make-money/>.
- J. C. ROCHET e J. TIROLE, *Platform competition in two-sided markets*, in *Journal of the European Economic Association*, 990, 2003
- M. RYSMAN, *The economics of two-sided markets*, in *Journal of Economic Perspectives*, 2009
- S. SARKAR, *Banking in metaverse opportunities and challenges*, The Management Accountant Journal, 58.1, 2023
- P. SAVONA, *Intervento del Presidente Prof. Paolo Savona al seminario CONSOB/Luiss Guido Carli sul tema "Financial regulatory and supervisory authorities facing the Metaverse"*, in consob.it/documents/1912911/1981397/intervento_Savona_20221013.pdf/05f4d718-ff53-87e7-15d7-0cbe202bead4, 2022
- J. J. SCHULP, *GameStop and the Rise of Retail Trading*, in 41 *Cato J.*, 2021
- G. SCHUSTER e M. RAETZ, *Payment for Order Flow*, 34 *Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft* 141, 2022
- M. A. SCOPELLITI, *Audizione della Segretaria generale della CONSOB davanti alla Commissione parlamentare di inchiesta sul sistema bancario e finanziario in merito al fenomeno GameStop e all'impatto prodotto dal trading online sui mercati finanziari e sul risparmio*, documenti.camera.it, 25 maggio 2021
- SEC, *Administrative proceeding in the matter of robinhood financial, LLC*, Respondent, File No. 3-20171, in <https://www.sec.gov/>, 2020
- SEC, *Staff report on equity and options market structure conditions in early 2021*, 14 ottobre, in <https://www.sec.gov/>, 2021

- SEC, *Regulation Best Execution* (Release No. 34-96496; File No. S7-32-22, in <https://www.sec.gov/>, 2022a
- SEC, *Charges eight social media influencers in \$100 million stock manipulation scheme promoted on discord and twitter*, U.S. SEC. & EXCH. COMM'N, in <https://www.sec.gov/news/press-release/2022-221>, 2022b
- S. SEMINARA, *L'informazione privilegiata*, in *Il Testo Unico finanziario*, diretto da M. Cera e G. Presti, Zanichelli, Bologna, 2020
- M. SPORTELLI, *Hsbc come J.P. Morgan: ha acquistato un terreno nel metaverso*, Forbes, in <https://forbes.it/2022/03/18/hsbc-come-jp-morgan-acquistato-terreno-metaverso/>, 18 marzo 2022
- STATISTA, *Consumer Goods & FMCG, Influence of social media or celebrities on the purchase of consumer goods in Italy in 2019, by age group*, reperibile all'indirizzo <https://www.statista.com/statistics/987017/influences-on-consumer-goods-purchase-in-italy/>, 2019
- M. SYED, *Rebel ideas. the power of diverse thinking*, Edinburgh, John Murray, 2019
- TELEBORSA, *Neobroker alla conquista dell'Italia: i piani delle app da zero commissioni*, La Stampa, 24 giugno 2022, in <https://finanza.lastampa.it/>, 2022
- P.C. TETLOCK, *Giving content to investor sentiment: the role of media in the stockmarket*, in *Journal of Finance*, 2007, 62 (3)
- R. H. THALER E C. R. SUNSTEIN, *Nudge. improving decisions about health, wealth, and happiness*, Penguin Books, Londra, 2009
- G. TIMPONE, *Torna "gattino ruggente" e le azioni GameStop esplodono del 110%: è nuova meme stock mania?*, *investireoggi.it*, 2024, in <https://www.investireoggi.it/economia/azioni-gamestop-boom-40-nuova-meme-stock-mania/>
- A.M. TODA, A.C.T. KLOCK, W. OLIVEIRA et al., *Analysing gamification elements in educational environments using an existing Gamification taxonomy*, *Smart Learn. Environ.* 6, 16. <https://doi.org/10.1186/s40561-019-0106-1>, 2019
- TRADE REPUBLIC, *Customer agreement*, documento in precedenza in <https://assets.traderepublic.com/> e attualmente a disposizione degli autori, 2020
- TRADE REPUBLIC, *Report on the execution quality of the execution venues 2022*, in <https://assets.traderepublic.com/>, 2022a
- TRADE REPUBLIC, *Top 5 Execution Venues 2022*, in <https://assets.traderepublic.com/>, 2022b
- TRADE REPUBLIC, *Customer agreement*, in <https://assets.traderepublic.com/>, 2024
- A. VAN DER HEIDE E D. ŽELINSKÝ, *Level up your money game: an analysis of gamification discourse in financial services*, *Journal of Cultural Economy*, 14:6, DOI: 10.1080/17530350.2021.1882537, 2021

- R. VEIL, (a cura di), *European Capital Markets Law*, Hart, Bloomsbury Publishing, Oxford, 2022.
- F. VELLA, *Diritto ed economia comportamentale*, Il Mulino, Bologna, 2023
- M. VENTORUZZO, *La meta-informazione privilegiata: il giornale di domani e gli abusi di mercato*, in *MediaLaws*, n. 2/2022
- J. XU, B. LIVSHITS, *The anatomy of a cryptocurrency pump-and-dump scheme*, 28th {USE-NIX} Security Symposium ({USENIX} Security 19), 2019
- I. YOUSAF, L. PHAM, J. W. GOODELL, *The connectedness between meme tokens, meme stocks, and other asset classes: Evidence from a quantile connectedness approach*, *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 82: 101694, 2023
- ZACKS EQUITY RESEARCH, *JPMorgan (JPM) Enters metaverse, unveils virtual onyx lounge*, Nasdaq.com, in <https://www.nasdaq.com/articles/jpmorgan-jpm-enters-metaverse-unveils-virtual-onyx-lounge>, 16 febbraio 2022
- N. WATERS, *Remedying the negative effects of equity market order flow decentralization on retail investors*, 16 *Ohio State Business Law Journal* 368, 2022
- N. WHITTEN, *Deceiving the young to give to themselves: eliminating payment for order flow to ensure loyal agents*, 64 *Boston College Law Review* 701, 2023
- F. ZINGAL e F. BECKER, *Drivers of optimal prices in two-sided markets: the state of the art*, in *Journal für Betriebswirtschaft*, 2013

Recenti pubblicazioni

- 32** – gennaio 2025
Quaderni giuridici La *gamification* degli investimenti finanziari
C. Brescia Morra, D. Colonnello, M. Gargantini, G. Sandrelli e G. Trovatore
- 31** – maggio 2024
Quaderni giuridici Assistenza finanziaria e "operazioni bacciate"
A. Paolini, T.N. Poli;
con presentazione di C. Angelici
- 30** – gennaio 2024
Quaderni giuridici *Senior non-preferred bonds*
e tutela degli investitori
F. Ciraolo, F. Savasta
- 29** – maggio 2023
Quaderni giuridici AI e abusi di mercato:
le leggi della robotica si applicano alle operazioni finanziarie?
F. Consulich, M. Maugeri, C. Milia, T.N. Poli, G. Trovatore
- 28** – aprile 2023
Quaderni giuridici La mappatura dei prodotti finanziari nella prospettiva della tutela del risparmiatore
F. Annunziata, D. Colonnello, A. Lupoi
con prefazione di A. Sciarrone Alibrandi
- 27** – marzo 2023
Quaderni giuridici Riforma della giustizia civile e tutela stragiudiziale: quali opportunità per cittadini e imprese?
Atti del convegno ACF – ANSPC – Sapienza Università di Roma
Roma, Auditorium CONSOB, 24 ottobre 2022
- 26** – febbraio 2023
Quaderni giuridici Autorità indipendenti, anticorruzione e *whistleblowing*: le questioni aperte
Atti del convegno CONSOB – AGCM – Università degli Studi di Roma "Tor Vergata"
Roma, Auditorium CONSOB, 14 ottobre 2022
- 25** – gennaio 2023
Quaderni giuridici Tokenizzazione di azioni e azioni *tokens*
P. Carrière, N. de Luca, M. de Mari, G. Gasparri, T.N. Poli;
con presentazione di A. Stagno d'Alcontres
- 11** – novembre 2022
Discussion papers Profilazione della clientela ai fini della valutazione di adeguatezza
Follow up dello studio del 2012 su un campione di intermediari italiani
F. Adria, N. Linciano, F. Quaranta, P. Soccorso

- 89** – settembre 2022
Quaderni di finanza Attitudine alla pianificazione finanziaria delle famiglie italiane
M. Brunetti, R. Ciciretti, M. Gentile, N. Linciano, P. Soccorso
- 24** – giugno 2022
Quaderni giuridici Piccole e medie imprese e finanziamento del progetto imprenditoriale: una ricerca per un nuovo tipo di emittente
D. Colonnello, E.R. Iannaccone, G. Mollo, M. Onza; con prefazione di R. Sacchi
- 23** – maggio 2022
Quaderni giuridici Gli sviluppi tecnologici del diritto societario
a cura di
M. Bianchini, G. Gasparri, G. Resta, G. Trovatore, A. Zoppini
- 10** – luglio 2021
Discussion papers L'industria del post-trading
S.G. Lo Giudice
- 9** – gennaio 2021
Discussion papers Le OPA in Italia dal 2007 al 2019
Evidenze empiriche e spunti di discussione
F. Picco, V. Ponziani, G. Trovatore, M. Ventoruzzo; con introduzione a cura di R. Lener
- 22** – ottobre 2020
Quaderni giuridici The Prospectus Regulation. The long and winding road
S. Alvaro, R. Lener, P. Lucantoni; in collaboration with V. Adriani, F. Ciotti, A. Parziale introduced by Carsten Gerner-Beuerle
- 88** – novembre 2019
Quaderni di finanza Who intends to become financially literate?
Insights from the Theory of Planned Behaviour
F.C. Billari, M. Gentile, N. Linciano, F. Saita
- 21** – settembre 2019
Quaderni giuridici A 20 anni dal TUF (1998-2018): verso la disciplina della *Capital Market Union*?
Atti del convegno Banca d'Italia – Consob
Roma, Banca d'Italia, 6 novembre 2018
- 20** – gennaio 2019
Quaderni giuridici La nuova via della seta e gli investimenti esteri diretti in settori ad alta intensità tecnologica
Il *golden power* dello Stato italiano e le infrastrutture finanziarie
S. Alvaro, M. Lamandini, A. Police, I. Tarola
- 19** – gennaio 2019
Quaderni giuridici Investitori istituzionali, governo societario e codici di *stewardship*:
Problemi e prospettive
S. Alvaro, M. Maugeri, G. Strampelli
- 18** – dicembre 2018
Quaderni giuridici Nuovi strumenti di politica industriale
per lo sviluppo e la quotazione delle PMI
S. Alvaro, S. Caselli, D. D'Eramo