amministrativ@mente
Rivista scientifica trimestrale di diritto amministrativo
www.amministrativamente.com

UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI ROMA "FORO ITALICO"

Rivista scientifica trimestrale di diritto amministrativo (Classe A)

Pubblicata in internet all'indirizzo www.amministrativamente.com

Rivista di Ateneo dell'Università degli Studi di Roma "Foro Italico"

Direzione scientifica
Gennaro Terracciano, Gabriella Mazzei, Julián Espartero Casado

Direttore Responsabile
Gaetano Caputi

Redazione
Giuseppe Egidio Iacovino, Carlo Rizzo

FASCICOLO N. 2/2022

Estratto

Iscritta nel registro della stampa del Tribunale di Roma al n. 16/2009
ISSN 2036-7821

Comitato scientifico

Annamaria Angiuli, Antonio Barone, Vincenzo Caputi Jambrenghi, Enrico Carloni, Maria Cristina Cavallaro, Guido Clemente di San Luca, Andry Matilla Correa, Gianfranco D'Alessio, Mariaconcetta D'Arienzo, Ambrogio De Siano, Ruggiero Dipace, Luigi Ferrara, Pierpaolo Forte, Gianluca Gardini, Biagio Giliberti, Emanuele Isidori, Francesco Merloni, Giuseppe Palma, Alberto Palomar Olmeda, Attilio Parisi, Luca Raffaello Perfetti, Fabio Pigozzi, Alessandra Pioggia, Helene Puliat, Francesco Rota, Josè Manuel Ruano de la Fuente, Leonardo J. Sánchez-Mesa Martínez, Ramón Terol Gómez, Antonio Felice Uricchio.

Comitato editoriale

Jesús Avezuela Cárcel, Giuseppe Bettoni, Salvatore Bonfiglio, Vinicio Brigante, Sonia Caldarelli, Giovanni Cocozza, Andrea Marco Colarusso, Sergio Contessa, Manuel Delgado Iribarren, Giuseppe Doria, Fortunato Gambardella, Flavio Genghi, Jakub Handrlica, Margherita Interlandi, Laura Letizia, Gaetano Natullo, Carmen Pérez González, Marcin Princ, Antonio Saporito, Giuliano Taglianetti, Simona Terracciano, Salvatore Villani.

Coordinamento del Comitato editoriale

Valerio Sarcone.

ISSN 2036-7821

amministrativ@mente
Rivista scientifica trimestrale di diritto amministrativo
www.amministrativamente.com

UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI ROMA "FORO ITALICO"

Il caso Gamestop: chiare evidenze di un fallimento regolamentare e di supervisione dei mercati finanziari

di Luigi Scipione

(Ricercatore di diritto commerciale e professore aggregato presso l'Università di Napoli "Federico II")

Sommario

1. Una breve ricostruzione storico-analitica del caso GameStop. - 2. Social media, merca-ti regolati e nuove filiere di valore. Un approccio sostanzialistico al fenomeno del "far-web". - 3. Il trading on-line tra piattaforme digitali e nuovi paradigmi operativi. - 3.1. Il meccanismo della gamification applicato al trading on-line. - 4. I pericoli della comuni-cazione finanziaria attraverso i social media. - 5. "Consigli per gli acquisti" o manipola-zione del mercato? - 5.1. (Segue): libertà di espressione vs manipolazione del mercato. - 6. Prime linee di intervento e itinerari possibili di regolamentazione delle raccomanda-zioni di investimento on-line. - 7. Verso una ridefinizione della matrice regolatoria dei mercati finanziari. De jure condendo.

Abstract

The GameStop story highlighted the power of technology to democratize access to financial markets. Alongside this issue, which is mainly of a political-sociological nature, the issue of on-line trading on the financial markets is of central importance, influenced by the growing use of retail investors to trading platforms and information available on social networks. The changes introduced by sharing platforms, in the process of forming user opinions, have radically changed the characteristics of operations on the financial markets. The imbalance between the rules envisaged for traditional operators and the regulatory vacuum on the web and social networks is becoming increasingly striking. In the absence of adequate regulatory safeguards, the result ultimately appears to be irreversible: to crack the rationality of the financial markets and their transparency. Given the current trends, therefore, the urgent need to prepare regulatory measures aimed at regulating these new investment methods more effectively, providing adequate protection to the needs of small investors and at the same time guaranteeing the integrity of the markets.

* *Il presente lavoro è stato sottoposto al preventivo referaggio secondo i parametri della double blinde peer review.*

ISSN 2036-7821

1. *Una breve ricostruzione storico-analitica del caso GameStop.*

Il caso di GameStop[1] ha riscosso ampio clamore perché in esso si possono osservare processi caratteristici della fase di transizione in atto dalla finanza tradizionale a quella che si va forgiando per effetto dell'innovazione tecnologica.

Per la prima volta gli investitori *retail* hanno avuto il potere di causare danni elevati a *players* di grandi dimensioni inducendo taluni *short seller* (venditori allo scoperto) a riconsiderare le proprie strategie ribassiste nei confronti delle società ritenute prossime al fallimento[2].

Nonostante una fase di prolungato dissesto, nel mese di gennaio di questo anno il valore dei titoli della società GameStop Corp., la multinazionale di videogiochi con sede in Texas, ha sperimentato un'elevata volatilità dei prezzi per effetto di decisioni di investimento basate esclusivamente su opinioni, consigli informali nonché sulla condivisione di intenzioni scambiate su piattaforme *online* non regolamentate e sui *social network*[3].

Applicando alla battaglia finanziaria gli strumenti dei *video games* con cui i *millenial* sono cresciuti, i mercati finanziari si sono trasformati nell'arena di un conflitto senza precedenti tra i cosiddetti "Redditor" e gli *hedge funds*.

La scintilla è scoccata su un *social media* di intrattenimento e discussione (la comunità di "Reddit") dove nel sub-canale "r/wallstreetbets" dedicato al brokeraggio finanziario si coordinavano le istanze di un vasto numero di piccoli investitori. In particolare i "Redditor" hanno attaccato i fondi speculativi con posizioni *short*: rispetto a chi aveva scommesso che il valore delle azioni sarebbe sceso, è stato sincronizzato un acquisto dei titoli in massa – un comportamento irrazionale dal momento che non c'era motivo di valutarle al rialzo[4] – così da determinare una salita

[1] Cfr. D. VALIANTE, *GameStop: storia di una tragedia annunciata*, in *lavoce.info*, 16 febbraio 2021; E. FRANZA, *È solo una questione di* short selling? *Il caso GameStop*, in *Dir. banc.*, 14 dicembre 2021; M. ARRIGONI, *The GameStop case and investor protection. Towards a new regime for the prevision of executive investments services, in Riv. Orizz. dir. comm., 2, 2021, p. 949 ss.*

[2] CONSOB, *Dichiarazione sui casi di anomala volatilità nella negoziazione di azioni e nell'utilizzo di social forum e piattaforme* di trading online, Roma, 13 aprile 2021.

[3] Trattatasi di una chiara operazione speculativa come dimostra il fatto che il valore di listino delle azioni GameStop è passato nell'arco di tre sole settimane da 17 a 483 dollari. In questo breve lasso di tempo i titoli in questione hanno cambiato di mano 554 milioni di volte, più di 11 volte il totale di tutte quelle disponibili. All'inizio di febbraio 2021, si è registrato un crollo dei valori di listino a 50 dollari.

[4] Sul punto, salvo quanto piu diffusamente *infra*, basti qui richiamare G. LIACE, *L'investitore irrazionale*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1, 2020, p. 967 ss.; U. MORERA, *Irrazionalità del contraente investitore e regole di tutela*, in ROJASELGUETA e VARDI (a cura di), *Oltre il soggetto irrazionale. Fallimenti cognitivi e razionalità limitata nel diritto privato*, Roma, 2014, p. 207; ID., *Legislatore razionale* versus *investitore irrazionale:quando chi tutela non conosce il tutelato*, in *An. giur. eco.*, 2009,
p. 77 ss.; B. ÇELEN e S. KARIV, *Distinguishing informational cascades from herd behavior in the laboratory*, in *American Economic Review*, 2004, 94(3), p. 484 ss.; B. ALEMANNI, *L'investitore irrazionale. Scelte d'investimento e gestione di portafoglio nella* behavioural finance, Roma, 2003, *passim*. Come spiega G. LIACE, *La finanza comportamentale e l'effetto gregge*, in *Riv. dir. risp.*, 3, 2020, p. 7, <<[l]a scelta irrazionale si basa su una non informazione: in altre parole l'investitore decide senza conoscere le informazioni in possesso degli altri agenti ignorando, di conseguenza, le

ISSN 2036-7821

del prezzo che si è tradotta in ingenti perdite costringendo gli investitori istituzionali a ricomprare azioni (per tenere fede al prestito contratto) a prezzi nettamente più alti rispetto a quelli della vendita[5].

Gli acquisti (detti "ricoperture") da parte degli *hedge fund* hanno ulteriormente dato spinta al prezzo dell'azione creando un effetto a catena (***short squeeze***): altri investitori istituzionali sono stati indotti a ricomprare alimentando la spirale rialzista. *Va da sé che tali comportamenti non trovassero riscontro nei fondamentali dell'economia e nelle performance attese di un'azienda, ma siano stati il frutto di una strategia ispirata alla pura scommessa*[6].

I grandi operatori cercano di predeterminare un cambiamento dell'opinione sul titolo; per contro i piccoli investitori, di solito vittime designate di questo meccanismo, in quanto detentori di informazioni limitate, hanno come unica capacità di reazione quella di coalizzarsi e attuare una strategia opposta (c.d. *cornering*). La sempre maggiore presenza di *broker* e piattaforme di *trading online* e la possibilità di reperire gratuitamente sul *web* informazioni su società e strategie hanno attirato un numero elevato di persone nel mondo degli investimenti, anche soggetti non esperti e con scarsi capitali a disposizione, che, proprio per tali ragioni, si espongono a maggiori rischi.

---

relative fonti>>. In questo modo si genera la c.d. "cascata d'informazione", in quanto ogni individuo che si aggiunge a essa non porta nessun contributo informativo, dato che l'informazione privata non è oggetto di un'attenta valutazione, che per di più molte volte è taciuta. Secondo R.J. SHILLER, *Euforia irrazionale. Alti e bassi di Borsa*, Bologna, 2000, p. 215 s., la teoria sulle informazioni a cascata rappresenta «il fallimento delle informazioni relative al vero valore fondamentale da divulgare e valutare», giacché si assume un comportamento basato sull'osservazione delle decisioni altrui, senza tener conto di quelle in proprio possesso. Al riguardo cfr., pure, D. HIRSHLEIFER e H. TEOH, *Herd Behaviour and Cascading in Capital Markets: a Review and Synthesis*, in *European Financial Management*, 2003, 9(1), p. 25 ss.; S. BIKHCHANDANI, D. HIRSHLEIFER e I. WELCH, *A theory of fads, fashion, custom and cultural change as informational cascades*, in *Journal of Political Economy*, 1992, 100(5), p. 992 ss.; R. FERRETTI, E. RUBALTELLI e R. RUMIATI, *La mente finanziaria*, Bologna, 2011, p. 43 ss.

[5] Quando un'azienda sembra destinata al declino irreversibile accade che gli investitori speculano sulle sue azioni, vendendole allo scoperto (*short selling*). Tradotto, significa che i titoli vengono presi in prestito per essere venduti, puntando sul riacquisto ad un prezzo ancora più basso. Questa scommessa al ribasso fa diminuire il prezzo del titolo per la legge della domanda e dell'offerta. La manovra contraria a quella degli investitori istituzionali è stata innescata attraverso la sottoscrizione di "opzioni call", ovvero contratti che possono sottoscriversi a costi molto contenuti e che conferiscono la facoltà (ma non l'obbligo) di sottoscrivere azioni a un dato prezzo di esercizio entro una certa data. La dinamica consiste nella possibilità che il loro prezzo, prima della scadenza, salga anche solo di pochi centesimi, determinando in tal modo plusvalenze elevate per i compratori.

[6] Le conseguenze sistemiche sui mercati finanziari scaturenti da questa condotta speculativa sono state altrettanto rilevanti. All'andamento al rialzo del titolo GameStop ha fatto da contraltare la flessione dei principali mercati azionari: per poter chiudere le posizioni "short" gli *hedge fund* sono stati costretti a trovare liquidità vendendo posizioni (quindi investimenti azionari) su altri titoli di aziende *"sane"* determinandone una – altrettanto "ingiustificata" – flessione dei prezzi. Per giunta la comunità degli investitori attivi su Reddit ha approntato operazioni analoghe anche su altri titoli, definiti "meme stocks", di società con fondamentali simili a quelli di GameStop (come Blockbuster, BlackBerry, Amc e Nokia). I "meme" digitali sono contenuti virali in grado di monopolizzare l'attenzione degli utenti sul *web*. Un video, un disegno, una foto diventa *meme* (termine coniato nel 1976 dal biologo Richard Dawkins ne *Il gene egoista* per indicare un'entità di informazione replicabile) quando la sua "replicabilità", che dipende dalla capacità di suscitare un'emozione, è massima.

ISSN 2036-7821

Si aggiunga che la dubbia qualità delle informazioni veicolate sui *social* si fonde all'irrazionalità economica dell'agire dei piccoli *trader* non sempre mossi dalla logica del profitto a breve termine, contribuendo ad inquinare un mercato finanziario in cui dovrebbero agire solo specialisti guidati da sapienza previsionale.

Questa contesa virtuale ha avuto luogo in un mercato privo di regole adeguate e sprovvisto di arbitri ufficiali, dove l'anarchia contrasta paradossalmente con processi di iper-regolamentazione che negli ultimi anni hanno investito anche il settore delle contrattazioni *over-the-counter*. Si tratta, dello scontro fra le reti e le gerarchie, in cui strutture consolidate reagiscono ruvidamente a fenomeni all'apparenza ingovernabili generati da logiche comportamentali ove le informazioni veicolate sul *web* si trasformano in coscienza collettiva, la cui portata difficilmente si presta ad una forma di lettura economica[7].

Questa descrizione del fenomeno, forse sin'anche troppo mitizzata, agita il dibattito sulle nuove frontiere del processo di democratizzazione dei mercati finanziari sorrette dall'innovazione tecnologica, che sovente sfocia in un atteggiamento di diffidenza dei regolatori riguardo all'uso dei nuovi strumenti digitali.

La connotazione dei processi in atto è, in realtà, ben più sfumata. Una mobilitazione non nasce solo in funzione di un malcontento diffuso tra la massa; quest'ultimo deve comunque trovare un linguaggio che gli dia significato, designi i suoi avversari, legittimi la rivendicazione rispetto a certi valori. La rete si tramuta di conseguenza in spazio di collaborazione e coordinamento per azioni di cui è difficile prevedere la magnitudo. Fintanto che le scommesse sono di dimensioni ridotte e decorrelate il rischio è gestibile dalle autorità di settore o dalle stesse piattaforme digitali. Laddove, invece, le tendenze che si generano sui *social* assumono le sembianze di uno sciame che si organizza dal basso e senza una gerarchia prestabilita, l'impatto di tali condotte sulla sostenibilità dell'intero sistema finanziario sono di ben altra portata.

Nell'ottica descritta, il "rally" in borsa che ha contraddistinto la vicenda di GameStop ha rievocato le epiche suggestioni dei Davide contro i Golia, del banco di piccoli pesci che stritola i famelici squali della finanza, incarnando il senso di rivalsa degli investitori amatoriali. Quantunque avvincenti, queste storie, come l'evidenza empirica attesta, non si concludono solitamente con un lieto fine. La speculazione a breve termine è un gioco a somma zero: solo a bocce ferme, placatasi la tempesta, si è in grado di stabilire chi ha guadagnato e chi ha perso da operazioni che si connotano

[7] La *behavioral finance* consente di controllare le emozioni e di adottare modelli decisionali coerenti con i propri obiettivi di investimento e il proprio grado di rischio. Le teorie del "comportamento collettivo" (*collective behaviour*) spiegano le mobilitazioni con una psicosociologia della frustrazione sociale ed evidenziano la potenza esplosiva delle aspirazioni e dei desideri frustrati. Sulla dipendenza del mercato all'adattamento sistematico comportamentale degli operatori cfr. G. GARDENAL e U. RIGONI, *Finanza comportamentale e gestione del risparmio*, Torino, 2016, *passim*; N. LINCIANO, *Errori cognitivi e instabilità delle preferenze nelle scelte di investimento - Le indicazioni di policy della finanza comportamentale dei risparmiatori retail*, in *Quaderni di Finanza - Consob*, n. 66, 2010.

ISSN 2036-7821

come crociata anti-sistema. Se alcuni fondi possono anche aver dimezzato il valore del proprio portafoglio, il punto cruciale è capire quanti investitori dilettanti abbiano subito perdite rilevanti.

2. Social media, *mercati regolati e nuove filiere di valore. Un approccio sostanzialistico al fenomeno del "*far-web*".*

I rilievi sopra sintetizzati meritano senz'altro attenta considerazione e colgono un problema ricorrente, nel tentativo di ricostruzione sistematica di istituti e regole dei diritti speciali, che sovente isolano alcuni aspetti soltanto del tipo di rapporto contemplato, al fine di fornire soluzioni a conflitti di interessi emersi nella prassi. Questa caratteristica è tipica, in particolare, del diritto del mercato finanziario, che trova la sua stessa ragion d'essere nel tentativo di porre rimedio ai c.d. fallimenti del mercato e, sempre più spesso, della stessa regolamentazione del mercato.

La trattazione del caso GameStop interseca più piani non disgiunti tra loro e tenuti insieme dalla digitalizzazione dei mercati finanziari, come declinata nelle sue più varie configurazioni, e le cui manifestazioni economiche sempre più sono collocate in luoghi remoti e spesso virtuali. Si è alle prese con fenomeni e azioni inimmaginabili fino a pochi anni, in cui da una parte la realtà materiale e analogica e dall'altra quella virtuale e interattiva si compenetrano e non sono più distinguibili.

L'elemento federatore della variegata e composita realtà dianzi descritta risiede nella loro carenza di istituzionalizzazione, nella complessità pluridisciplinare dei problemi evidenziati, soprattutto rispetto ai profili teleologico-pratici emergenti da tale vicenda, nella debolezza dei quadri normativi che racchiudono questo nuovo agire sociale.

Per quanto qui maggiormente di interesse, la saga di GameStop mostra come la digitalizzazione, più che disintermediare le relazioni, produce nuove intermediazioni in modi e contesti diversi. Dinnanzi alle istanze progressiste del fenomeno della **finanza decentralizzata** che sfrutta ***blockchain*** e ***token crypto*** (*Crypto Decentralized Finance* - DeFi), le soluzioni oggi percorribili rappresentano una porzione significativa dei nuovi scenari che vengono ad evolversi in direzione di una maggiore "democratizzazione" dei mercati[8]. La tecnologia abbatte le barriere all'ingresso, permette a nuovi *player* di entrare con servizi innovativi, rompe gli equilibri precedenti[9].

[8] Il mercato è definito da N. IRTI, *L'ordine giuridico del mercato*, Bari, 2003, quale *locus artificilias*, costruito e non trovato nell'originaria natura degli uomini. Secondo la lettura che ne dà P. PERLINGIERI, *Il diritto civile nella legalità costituzionale secondo il sistema italo comunitario delle fonti*, Napoli, 2006, p. 478 <<Tra mercato e diritto non v'è un prima e un dopo, ma una inscindibilità logica e storica. Il mercato è, per definizione, un'istituzione economica e giuridica ad un tempo, rappresentata dal proprio statuto normativo, come tale caratterizzato da scelte politiche».

[9] Cfr. A. SCIARRONE ALIBRANDI, *Innovazione tecnologica e regolazione dei mercati*, in R. LENER, G. LUCHENA e C. ROBUSTELLA (a cura di), *Mercati regolati e nuove filiere di valore*, Torino, 2021, p. 5 ss.

ISSN 2036-7821

Occorre constatare che, ispirandosi ad una concezione liberale delle negoziazioni, i *policy maker* hanno dato vita negli ultimi anni ad una cornice normativa agile e inclusiva che, sulla base dei principi di apertura ed integrazione del mercato, ha incoraggiato la competizione degli attori coinvolti[10]. Le regole emanate a livello internazionale hanno contribuito ad un progressivo perfezionamento ed ad sviluppo innovativo delle modalità di negoziazione con conseguente incremento della mole degli scambi, dell'importo minimo per singola transazione nonché dell'ampliamento della platea degli investitori interessati. L'accelerazione tecnologica, a sua volta, ha fomentato una crescita incessante e *disruptive* delle infrastrutture finanziarie.
Alla transizione in atto, dalla finanza tradizionale a quella digitale, si affianca l'economia dell'informazione, in un connubio in cui gli algoritmi sono deputati a elaborare velocemente i dati presenti sul *web* per tramutarli in contenuti informativi indirizzati a determinate categorie di utenti. Questi operatori usano forme aggressive di promozione, targhettizzando soggetti potenzialmente interessati su piattaforme di consumo di massa. Trattasi di una nuova rete di operatori che si prefigge, in un'ottica di collaborazione, di privilegiare gli *amateur internet trader* consentendo a tutti coloro che hanno difficoltà nel reperire risorse da investire e scarse conoscenze tecniche e normative del settore finanziario di assurgere ad <<un ruolo da protagonista e non più da comprimario>>, affrancandosi dalle tattiche di negoziazione dei grandi operatori, spesso mossi da intenti meramente speculativi[11].
In tal modo, l'innovazione tecnologica mette a disposizione strumenti in grado di <<indicare non solo uno o più obiettivi di investimento, ma anche le modalità per muoversi nell'arena dei mercati finanziari grazie alle analisi e raccomandazioni formulate da un serie di "esperti della porta accanto">>[12].

---

[10] In tal senso v. A. PARZIALE, *La proposta di riforma MiFID II ed il suo impatto sulla disciplina delle* trading venues, in R. LENER (a cura di), *Crisi dei mercati finanziari e* corporate governance*: poteri dei soci e tutela del risparmio*, Quaderni di Minerva Bancaria, Milano, 2014, p. 333 s.

[11] *Cfr.* C. DI NOIA, *La vicenda borsistica di GameStop è un caso di scuola che pone i regolatori davanti a sfide inedite*, in *Riparte l'Italia. Osservatorio economico e sociale*, 3 febbraio 2021. *Durante la pandemia, per via delle misure di distanziamento sociale e di lockdown obbligatorio, il mercato ha visto un aumento senza precedenti del day-trading da parte di un'ampia platea di investitori* – spesso indicati col suggestivo nome di *dumb money* (denaro stupido) – *poco disciplinata, pronta ad* avventurarsi in operazioni finanziarie ad alto rischio che in passato erano appannaggio di investitori professionali. *I grandi operatori cercano di predeterminare un cambiamento dell'opinione sul titolo; per contro i* piccoli investitori, di solito vittime designate di questo meccanismo, perché detentori di informazioni limitate, hanno come unica capacità di reazione quella di coalizzarsi e attuare una strategia opposta..

[12] Così M.G. CAROZZI, *Così il caso Gamestop ha messo in luce l'avanguardia di un mondo nuovo*, in *Il Sole 24 Ore*, 10 febbraio 2021. La CONSOB, *Dichiarazione sui casi di anomala volatilità nella negoziazione di azioni e nell'utilizzo di* social forum *e piattaforme di* trading online, cit., p. 20, parla a tal proposito di <<*influencer*, o peggio di manipolatori *social*>>. Sfruttando le potenzialità dei *social* gli *influencer* finanziari hanno piena libertà di promuovere la propria immagine senza limiti e senza incorrere in alcun obbligo di trasparenza. Basti osservare

ISSN 2036-7821

Quali cambiamenti, pertanto, sono in atto e quali le misure da approntare per governare una realtà che muta ? Dinnanzi alla presunta razionalità di quello che è stato definito a giusto titolo un "casinò finanziario", il digitale crea un paradigma nuovo che pone interrogativi nuovi: davvero il passaparola di milioni di individui può essere configurato come manipolazione del mercato? Dove finisce la chiacchiera da *social* e inizia l'azione concordata? Perché l'azione di un solo *player* che raccoglie i soldi di milioni di persone è privilegiata rispetto a milioni di individui che si muovono da soli, anche se in maniera in qualche modo concertata?
Assodato che l'episodio GameStop è destinato a tramutarsi in tendenza, i regolatori dovranno confrontarsi, pertanto, con un fenomeno dai contorni ancora sfuggenti, vista l'inedita convergenza tra piattaforme *social* e piattaforme di negoziazione *on-line* con effetti potenzialmente dirompenti sui mercati.
Lo sviluppo dell'innovazione tecnologica ha, del resto, attenuato la capacità degli strumenti interpretativi che, nel rispetto dei canoni classici dell'ermeneutica giuridica, soccorrono nella definizione dei modelli di riferimento e nella semplificazione dei processi in atto.

3. Il *trading on-line* tra piattaforme digitali e nuovi paradigmi operativi.
Al *trading on-line* si applica la normativa in tema di servizi d'investimento, posto che tale attività viene prestata avvalendosi della rete internet quale canale di contatto per l'esecuzione di servizi di negoziazione per conto terzi e di ricezione e trasmissione di ordini. I progressi nella comunicazione digitale e nei dispositivi mobili hanno cambiato profondamente il quadro del *trading*, rendendolo una pratica più facilmente accessibile e consentendo agli utenti di aprire posizioni su titoli in qualunque instante. Da questo punto di osservazione, il *trading on-line* può essere descritto come uno strumento trasversale di innovazione che determina una complessa rete di relazioni tra operatori tradizionali e *new comers* non sempre regolamentati.
Tra le ultime novità che si sono riscontrate in questo segmento di attività va citato lo sviluppo del "trading mobile": la maggior parte dei *broker on-line* ha sviluppato *software* anche per *tablet* e *smartphone*, in grado di monitorare il conto, l'andamento dei listini, lo stato degli ordini inseriti e di fare *trading*.
Tale innovazione nei processi e nei prodotti reca con sé indubbi vantaggi tra cui spicca la maggiore indipendenza di cui dispone l'investitore, rispetto alla presenza fisica di un intermediario autorizzato, e alla facilità di concludere le transazioni.
Si aggiunga, dal punto di vista economico, la convenienza nell'avvalersi di tali canali che si concretizza nella riduzione, e in alcuni casi persino nell'azzeramento, delle

come sul *web* siano ampiamente sponsorizzate le pagine di pseudo-consulenti finanziari o moltiplicate le loro interazioni attraverso profili *fake* e *bot*.

ISSN 2036-7821

commissioni di negoziazione (che di prassi l'intermediario chiede che vengano anticipatamente depositate presso di esso per poter eseguire l'ordine di investimento), dall'opportunità di aprire conti senza importi minimi e sin'anche di permettere il *trading* di azioni frazionate.

La possibilità di rintracciare le informazioni necessarie avvalendosi di un'unica piattaforma, riduce altresì il bisogno dell'investitore di attingere ad una serie di fonti diversificate nel tentativo di compiere una scelta di investimento che sia quanto più ponderata[13]. A questo elemento di sicura utilità, si collega anche la circostanza per cui le moderne piattaforme, avvalendosi di un'interfaccia digitale particolarmente intuitiva (v., *infra*, § 5), offrono servizi di ricerca evoluti e altre tecniche di determinazione del *fair value* dei titoli consentendo all'utente di compiere in tempo reale un monitoraggio meticoloso e costante dello stato delle transazioni effettuate e più in generale dell'andamento dei mercati[14].

Si rinvengono, tuttavia, in siffatti schemi operativi anche aspetti negativi che è opportuno segnalare, a partire dalla scarsa esperienza e conoscenza degli investitori *retail* che accedono a tali servizi. In un contesto di tal specie, gli utenti potrebbero optare per una strategia di acquisto o vendita che provocherebbe loro gravi perdite se effettuata in maniera errata.

Ricorrendo a sistemi di "order routing" o "smart order routing", gli ordini di negoziazione vengono trasferiti a piattaforme dedicate che si avvalgono a loro volta di algoritmi (HFT) per individuare le condizioni migliori per la successiva esecuzione. È, dunque, grazie alle micro-differenze di prezzo che tali processi possono generare su larga scala consistenti guadagni. Orbene, quando circoscritti al solo re-indirizzamento del flusso di ordini senza che ad esso si accompagni alcun

[13] A proposito del tempo come risorsa scarsa e del costo di acquisto delle informazioni U. MORERA e E. MARCHISIO, *Finanza, mercati e regole… ma soprattutto persone*, in *An. giur. eco.*, 2012, p. 22, evidenziano come l'«eccesso di informazione» (*information overload*) possa determinare effetti paradossali: <<Innanzitutto […] può determinare il rischio che nell'esame di un enorme numero di dati non si riesca a dare la rilevanza necessaria ai dati realmente rilevanti (e basti pensare agli ipertrofici Prospetti informativi che circolano nel mercato …). In secondo luogo, […] può ben essere causa di marcate distorsioni cognitive e decisionali (*overconfidence* e *istinto gregario*)>>. In merito a tali aspetti degenerativi, gli AA. segnalano che l'investitore maggiormente esposto al rischio di errori cognitivi è proprio il risparmiatore che meno usufruisce dei servizi di consulenza finanziaria, come nella fattispecie del *trading on line*. Che l'irrazionalità sia amplificata da modalità di negoziazione che inducono l'investitore a "smarcarsi" dall'intervento di un esperto professionale è tema ampiamente indagato in letteratura. Per un approfondimento si rinvia, tra gli altri, agli studi di DE MEZA, B. IRLENBUSCH e D. REYNIERS, *Financial Capability: A Behavioural Economics Perspective*, Financial Services Authority, Consumer Research, n. 69, 2008; B. BARBER e T. ODEAN, *The Internet and the Investor*, in *The Journal of Economic Perspectives*, 2001, XV, 1, p. 41 ss.; ID., *Online Investors: DO the Slow Die First?*, in *Review of Financial Studies*, 2002, XV, 2, p. 455 ss.; ID., *Does Online Trading Change Investor Behavior?*, in *European Business Organization Law Review*, 2002, III, p. 83 ss.

[14] Il tipo di *business* sviluppato è un modello "data-driven", che mette al centro l'analisi dei dati come punto di partenza per lo sviluppo della comunicazione e dell'interazione con i clienti. Il caso di Amazon, con i suoi suggerimenti per gli acquisti, rappresenta un esempio. Agli utenti di Amazon vengono inviati messaggi su misura in funzione delle operazioni che hanno compiuto in passato sulla piattaforma e dei comportamenti che stanno mettendo in atto altri utenti con caratteristiche e bisogni simili.

ISSN 2036-7821

ulteriore intervento da parte delle sedi di negoziazioni e/ delle controparti sulla definizione dei parametri dell'ordine, tali modelli operativi non presentano i tratti qualificanti tipici dell'attività di *trading algoritmico* dovendosi di conseguenza escludere l'applicazione delle regole introdotte dalla MiFID II.

Tali pratiche rischiano il più delle volte di condurre ad una moltiplicazione della filiera delle commissioni pagate non perseguendo pertanto il miglior interesse dei clienti nel rispetto del fondamentale criterio di adeguatezza dell'investimento né assicurando la *best execution* e in spregio della normativa sui conflitti di interesse. Di talché, in assenza di chiare regole sugli *inducements*[15], il vantaggio per i piccoli investitori sulle commissioni rischia in concreto di essere vanificato da prezzi di negoziazione meno convenienti e da costi sagacemente occultati all'investitore, come avviene con la pratica del "Payment for order flow"[16].

Come già sopra segnalato, si noti che, per effetto della diminuzione delle commissioni, l'investitore è indotto ad assumere la decisione di investimento basandosi solo sul prezzo, trascurando altre variabili rispetto ad una mera illusione di efficienza. Tra i pericoli ricorrenti nelle scelte che compiono coloro che operano sfruttando le nuove tecnologie vi è, infatti, da annoverare il fenomeno dell'*overconfidence*, un processo per effetto del quale si è portati a riporre un eccesso di fiducia nelle proprie capacità e nelle proprie competenze in materia di scelte finanziarie[17].

Altro aspetto di indubbia pericolosità che preme segnalare è che per mezzo degli strumenti telematici messi a disposizioni dalla piattaforma è consentito passare dal semplice contratto di investimento ad altre tipologie di operazione, che possono riguardare prodotti più sofisticati e rischiosi come le opzioni; il tutto con estrema facilità ed eludendo le norme di riferimento poste a tutela dei clienti.

Sul piano sistematico, tale possibilità camaleontica di trasferimento da un servizio all'altro si traduce in una deprecabile frammentazione della catena del valore dei sistemi finanziari[18]. Si pensi alle ricadute che si osservano anche sul versante della

---

[15] Per tutti cfr. V. DE POLI, *I conflitti di interesse e gli* inducements, in *Il Testo Unico Finanziario*, diretto da M. CERA e G. PRESTI, Bologna, 2020, p. 454 ss.

[16] Negli USA, i pagamenti per i flussi di ordini sono al centro delle critiche rivolte alle *app* di *trading* come segnalato da M. WATERS, *Game Stopped? Who wins and loses when short sellers, social media and retail investors collide?*, Audizione del Presidente SEC al Congresso USA, 6 Maggio 2021. Similmente, anche in Europa, come ricordato da M.A. SCOPELLITI, *Audizione sul caso GameStop presso la Commissione di inchiesta sul sistema bancario e finanziario*, XVIII Legislatura, Seduta n. 55, Resoconto stenografico, Roma, 25 maggio 2021, p. 25, <<i lavori avviati e attualmente in corso prevedono specifiche ricognizioni nelle giurisdizioni europee e approfondimenti mirati sul tema dei conflitti di interessi impliciti nei pagamenti per i flussi di ordini e sulle *app* di negoziazione>>.

[17] In tema v. G. LIACE, *L'investitore irrazionale*, cit., p. 972.

[18] I limiti insiti nell'attuale assetto di regolazione della materia sono stati ampiamente analizzati dalla dottrina più attenta. Cfr., a tal riguardo, G.P. LA SALA, *Intermediazione, disintermediazione, nuova intermediazione: i problemi regolatori*, in M. CIAN e C. SANDEI (a cura di), *Diritto del Fintech*, Cedam, Milano, 2020, p. 4 ss.; V. COLAERT e D. BUSCH, *Regulating Finance in a Post-Sectoral World: Setting the Scene*, in ID. (a cura di), *European Financial Regulation*,

ISSN 2036-7821

concorrenza. D'altronde, divenute le informazioni la merce più pregiata oggetto di scambio, grazie all'acquisizione e all'utilizzo dei dati rilasciati (anche inconsapevolmente) dagli utenti, alla stregua di *hub*, le piattaforme ricoprono una posizione sempre più centrale all'interno dei mercati[19]. Sia ben chiaro, il termine piattaforme di *trading* non deve trarre in inganno: esso va ricondotto alla nozione di sede di negoziazione in senso lato, non trattandosi <<né di MTF (*Multilateral Trading Facilities*) né di OTF (*Organized Trading Facilities*), né tantomeno di mercati regolamentati, ma di applicazioni utilizzate nell'interazione con la clientela da *broker/dealer* e il cliente>>. Ne consegue che, affinché le piattaforme possano essere sottoposte a supervisione da parte dei controllori, in guisa da divenire destinatarie di obblighi specifici di comportamento e di *disclosure*, è opportuno che si proceda ad una loro regolamentazione (*rectius*, regolarizzazione)[20].

Gli è che, diversamente da quanto si osserva negli USA, in Europa le piattaforme di *trading* risultano controllate (o collegate con rapporti di *partnership*) da intermediari tradizionali (banche e imprese di investimento) che, oltre ad essere aderenti diretti dei mercati, debbono essere in possesso di requisiti organizzativi e patrimoniali che ne garantiscono la solidità e l'efficienza e soggette al rispetto di precise regole di condotta nello svolgimento della loro attività (in particolare disciplinate dalla MiFID II) che ne caratterizzano l'operatività nell'ottica di tutela dei clienti e di salvaguardia dell'ordinato funzionamento dei mercati.

Ciononostante, quando sono interessati ordinamenti e investitori diversi da quelli del paese ospitante, i poteri delle autorità domestiche si rivelano depotenziati, in ragione del principio dell'*home country control* e del passaporto comunitario[21]. La dimensione transnazionale che contraddistingue l'operatività delle piattaforme di *trading* impone

---

levelling the cross -sectoral playing field, Oxford, 2019; V. COLAERT, *Building blocks of investor protection*, 2017, in https://papers.ssrn.com; M. RABITTI, *Prodotti finanziari tra regole di condotta e di organizzazione. I limiti di MiFID II*, in *Riv. dir. banc.*, 2020, suppl. al fasc. 1, p. 145 ss., che denuncia le difficoltà <<in cui è ormai incorsa la regolazione per *silos* verticali che disciplina l'attività in base ai soggetti, con *overlapping* tra regole che rendono meno efficienti le tutele e non necessariamente prevengono gli spazi vuoti, aree cioè non regolate, di cui approfittano gli operatori, addestrati anche a fare *surf* tra le regole a proprio favore>>.

[19] In proposito cfr., tra gli altri, M.C. MALAGUTI, Fintech *e piattaforme digitali nel settore finanziario tra concorrenza e regolazione*, in G. FINOCCHIARO e V. FALCE (a cura di), Fintech:*diritti, concorrenza, regole*, Zanichelli, Bologna, 2019, p. 55 ss.; A. CANEPA, *Il* design *della regolazione in un'economia uberizzata*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 4/2016 suppl. al n.1, p.17 ss.

[20] In tal senso v. M.A. SCOPELLITI, *Elementi informativi in merito alla vicenda GameStop e l'impatto del* trading on-line, Audizione presso la Commissione parlamentare di inchiesta sul sistema bancario e finanziario, Roma, 25 maggio 2021, p. 6.

[21] Sul punto la CONSOB, *Dichiarazione sui casi di anomala volatilità nella negoziazione di azioni e nell'utilizzo di social forum e piattaforme di trading online*, cit., p. 2, mette in guardia dall'operare di <<alcune imprese di investimento Ue, operanti in regime di libera prestazione di servizi in Italia che sembrano tuttavia violare, in tutto o in parte, le misure di divieto o restrizione in materia di operazioni binarie e contratti per differenza offrendo leve per il 400 per cento (quindi investire un capitale superiore alle proprie disponibilità liquide) e non prevedendo meccanismi di *stop-loss*, che permetterebbe per ogni titolo di predeterminare un prezzo di ricopertura che chiude automaticamente l'operazione inviando un ordine al mercato>>.

ISSN 2036-7821

l'esigenza di stabilire meccanismi di consultazione e di coordinamento tra autorità di Paesi diversi in caso di criticità connesse: i) alle caratteristiche specifiche degli strumenti finanziari (poiché atte ad incidere sulla recuperabilità dell'investimento proposto); ii) alla loro provenienza[22]; iii) alle criticità sulla situazione economica, patrimoniale, finanziaria e gestionale dell'emittente (tali da incidere sulla sua continuità aziendale); iv) alle modalità con cui le transazioni vengono condotte.

3.1. *Il fenomeno della "gamification" applicato al* trading on-line.

Il fenomeno che si è descritto è consolidato dalla tendenza alla *gamification* dell'investimento che assume natura di gioco e dalla bolla informativa che si crea appunto intorno ai fornitori di questo tipo di servizi[23]. Come la storia insegna, ogni rivoluzione tecnologica causa conseguenze culturali e sociali, senza però arrestarne l'affermarsi; lo sviluppo degli strumenti tecnologici tende a confermare questa tendenza.

La dimensione ludica applicata all'attività finanziaria riduce il confine tra gioco ed economia e, oltre a determinare riflessi di carattere sociologico, contribuisce alla perdita dei centri di imputabilità allorché si tratti di individuare i responsabili colpevoli di condotte illecite.

Nonostante le applicazioni della *gamification* siano pressoché infinite, il loro obiettivo finale è costantemente quello di sviluppare e mantenere vivo il coinvolgimento dell'utente per mezzo degli elementi e delle loro interrelazioni che normalmente sono alla base di un qualsiasi *videogame*. Le piattaforme che utilizzano questa strategia forniscono l'ambiente di gioco, il set e le regole e gestiscono l'interazione tra il giocatore e la piattaforma stessa.

L'introduzione di "*account* demo", che consentono di simulare e provare la piattaforma, offre ai clienti la possibilità di abituarsi alla tecnologia, ai prodotti e ai vari requisiti, senza dover effettuare un investimento. Nello specifico le dinamiche di interazione con l'utente sono generate dal sistema e corrispondono a comportamenti differenti in relazione al progredire nel gioco. Ogni singola sessione ha, quindi, insito in sé il potenziale di generare nuove dinamiche di interazione con l'utente. Queste possono essere dovute al gioco stesso, che fornisce nuovi metodi di progressione e nuove opzioni, oppure al giocatore, che impara e sperimenta nuove combinazioni.

L'estetica molto intuitiva di tali siti, rispecchia il grado di caratterizzazione artistica del gioco o della piattaforma e il coinvolgimento che, per mezzo delle emozioni e dei

[22] Va, infatti, tenuto presente che in virtù del principio del passaporto europeo è permesso alle piattaforme europee di offrire prodotti atipici provenienti da paesi terzi.

[23] Ad esempio, l'*app* regala alcune azioni al momento dell'iscrizione, invia notifiche divertenti e costellate di *emoji*, e quando un utente passa di livello lo schermo si riempie di coriandoli. Si veda, in proposito, M. WURSTHORN e E. CHOI, *Does Robinhood Make It Too Easy to Trade? From Free Stocks to Confetti*, in *The Wall Street Journal*, 20 August 2020.

ISSN 2036-7821

sentimenti, si intende suscitare nel giocatore. Un ruolo centrale è rivestito dai "nudge comportamentali", cioè sistemi di incentivi e ricompense (*nudge* sta per "spintarella")[24], di solito sono applicati dalle app dei *social network* per renderle più attraenti.

Tuttavia, in un'accezione negativa, l'uso di app di brokeraggio combinato con la *gamification* degli investimenti ha un potenziale impatto sulla consapevolezza del rischio da parte degli investitori al dettaglio. Più i livelli aumentano, come nei videogiochi, e più si sbloccano nuove funzioni, che di solito corrispondono a transazioni più rischiose. Ancorché siffatte applicazioni si presentino semplici nell'accesso e nell'utilizzo, consentono *de facto* di operare con altrettanta disinvoltura con strumenti complessi – di solito scommesse al ribasso e allo scoperto orchestrate attraverso derivati finanziari e contratti per differenza (CDF aventi come sottostanti valute, indici azionari, materie prime e, sempre più, criptovalute) – che richiedono una conoscenza adeguata per assicurarne un impiego consapevole.

4. *I pericoli della comunicazione finanziaria attraverso i* social media.

Le nuove tendenze di cui si discute non di rado nascono da pur nobili istanze etiche volte a contrastare la speculazione finanziaria e le ingiustizie del capitalismo; consentano di superare le diseguaglianze che escludono le masse dai mercati finanziari e che trovano un "luogo" virtuale di coordinamento sui *social* che a loro volta organizzano e fomentano rivolte contro l'*establishment* politico-finanziario[25].

La battaglia finanziaria di GameStop ha portato alla luce il tema dell'affidabilità dei *social network* e delle piattaforme *online* come fonti di informazione. Avvalendosi del coordinamento attraverso i *social*[26], questo schema operativo va sempre più

[24] In tema v. R.H. THALER e C.R. SUNSTEIN, *Nudge – La spinta gentile*, trad. it. Milano, 2009.

[25] Cfr. Y. KARABULUT, *Can Facebook Predict Stock Market Activity?*, in Goethe University Frankfurt Job Market Paper, 21 October 2013. Come descritto da R. DANNA e G. PIOVANI, *GameStop: il populismo sbarca a Wall Street?*, in *Rivista Pandora*, 2 febbraio 2021, <<R/Wallstreetbets è dominato da una retorica di 'popolo vs élite', di rivalsa contro la finanza corrotta di Wall Street e contro il sistema. (...) in poco tempo gli utenti (identificati solo da un *nickname*) hanno sviluppato un gergo proprio, mischiando elementi di cultura di massa e forme tipiche della rete. Si incoraggiano a vicenda dicendosi 'This is the way' da *The Mandalorian* della Disney. Sviluppano *meme* sofisticati in cui si esaltano le 'diamond hands' (cioè chi resiste alla tentazione di vendere) e si insultano i 'paper hands' (cioè i crumiri che vendono), in una sorta di battaglia contro il male, identificato nel sistema finanziario tradizionale. Usano un linguaggio cameratesco, a tratti insultante e discriminatorio nei confronti di persone LGBT. Vengono postati *screenshots* di *account* di *trading* che contengono cifre importanti, corredate da incitazioni a non vendere. Altri riportano notifiche delle perdite subite da grandi fondi di investimento>>.

[26] Cfr. M. WEBER e F. WELFENS, *Splitting the Disposition Effect: Asymmetric Reactions Towards «Selling Winners» and «Holding Losers»*; http://ssrn.com/abstract=1176422, 2008. Grazie ai *social e alla pratica del copytrading*, le piattaforme permettono in modo intuitivo e con pochi clic, di scegliere i migliori *traders* da seguire, aggiungerli al proprio portafoglio, e copiarne le scelte di investimento.

ISSN 2036-7821

affermandosi come una porzione rilevante dell'universo eterogeneo di attività, soggetti e strumenti afferenti alla finanza innovativa che mira a sovvertire l'ordine quasi naturale dei mercati finanziari a scapito degli investitori istituzionali[27]. D'altronde, piattaforme di *trading* e *social media* appartengono allo stesso giardino zoologico. La ragione d'essere del *social network* consiste nel porre a disposizione un portale totalmente imparziale nel quale l'investitore potrà scambiare informazioni e ricevere consulenza in totale assenza (quantomeno auspicabile) di conflitti di interesse.

Questa saggezza decentralizzata è al momento supportata da una tecnologia che da un lato apre porte inaspettate ma che, rispetto alle prospettive future, risulta ancora fortemente imprecisa[28]. In particolare, l'evidenza empirica permette di segnalare una crescita del fenomeno dell'"information noise" dovuto a gruppi di discussione caratterizzati da investitori non qualificati. Preso atto che la maggior parte di questi siti sono collegati a loro volta a piattaforme di cui promuovono i servizi, tali processi di ibridazione, tuttavia, rendono problematico individuare informazioni affidabili e *unbiased*.

La percezione, tanto del contesto economico quanto delle implicazioni di una determinata scelta di mercato, origina dalle informazioni a disposizione; in altri termini le condizioni patrimoniali e di redditività prospettica di una società percepite risentono del quadro che l'opinione pubblica riceve. Solitamente, nello scegliere quale contenuto proposto dalla piattaforma prendere in considerazione per compiere le proprie scelte, gli individui sono guidati da un sorta di *confirmation bias*, che si sostanzia nell'inclinazione a volere vedere confermata la propria opinione e a far ricadere, pertanto, la preferenza su contenuti che sono evidenziati dalla piattaforma con maggiore enfasi[29].

---

[27] G.G. SANTORSOLA, *GameStop: sarà* game over *per i vecchi mercati?*, in *FCHub*, febbraio 2021. I *social network* finanziari costituiscono negli Stati Uniti una realtà già affermata da tempo, mentre in Europa si stanno sviluppando soltanto di recente. Essi trattano temi di carattere finanziario e possono essere considerati come l'evoluzione dei classici *forum* o *blog*, nei quali i vari utenti (sia piccoli risparmiatori che professionisti) possono scambiarsi informazioni e opinioni su mercati, prodotti e opportunità di investimento. In un'accezione positiva, trattasi di *social network* verticali giacché ricreano quel punto di contatto tra istituzioni finanziarie e pubblico che esisteva nei già nei borsini.

[28] Cfr. V. CARLINI, *Borsa, così* trader *umani e* software *sfruttano il Covid per truffare il mercato*, in *Il Sole 24 ore*, 27 luglio 2020. Riguardo a tali aspetti, preme segnalare come la considerevole crescita dell'impiego del *social trading* e dalla regolamentazione incerta dei *Forex broker*, abbiano portato all'emersione nell'arco della pandemia di numerose truffe a danno dei piccoli investitori.

[29] Sul concetto di *bias* cognitivi si rimanda a A. WILKE e R. MATA, *Cognitive Bias*, in *The Encyclopedia of Human Behavior*, Academic Press, 1, 2012, p. 531 ss.; K.L. FISHER e M. STATMAN, *Cognitive Biases in Market Forecasts*, in *The Journal of Portfolio Management*, 2000, p. 1 ss.; W. SAMUELSON e R. ZECKHAUSER, *Status Quo Bias in Decision Making*, in *Journal of Risk and Uncertainty*, 1, Issue 1, March 1988, p. 7 ss. In merito alle disfunzioni evidenziate dalla finanza comportamentale cfr. G. LIACE, *L'investitore irrazionale*, cit., p. 974; ID., *L'investitore tra* deficit *informativi e* bias *comportamentali*, in *Banca, impr. soc.*, 2018, p. 451 ss.; U. MORERA e E. MARCHISIO, *Finanza, mercati e regole… ma*

ISSN 2036-7821

L'impatto che un'informazione incompleta, inadeguata, non gestibile o completamente fuorviante può decretare in termini di distorsioni cognitive (c.d. *framing effect*) sulla corretta allocazione delle risorse di un attore economico è notoriamente rilevante: la forza contrattuale si fonda, d'altronde, anche sull'asimmetria informativa tra le parti, che incide in misura decisiva nell'analisi delle opzioni disponibili e nella valutazione del rischio[30].

L'inadeguatezza di conoscenze ed informazioni in campo sia economico-finanziario che informatico rappresenta un alto fattore di incertezza per il risparmiatore che, vestendo i panni tipici di un "dilettante allo sbaraglio", si avvicina a questo tipo di investimenti, spesso ignaro dell'elevato rischio sotteso a tali pratiche a causa di *claim* devianti sulla garanzia di investimenti sicuri.

In particolare, in momenti di crisi, la scelta per un investimento si rivolge ad operatori che offrono risposte e soluzioni semplicistiche con cui prospettano ingenti guadagni con il minimo sforzo[31]. Importante è inoltre tenere conto dell'utilizzo sistematico di leve psicologiche attraverso meccanismi come *regret avoidance*, effetto gregge[32], impulsività, fascino dell'azzardo, particolarmente efficaci durante periodi

soprattutto persone, cit., p. 9 s.; N. RANGONE, *Errori cognitivi e scelte di regolazione*, in *An. giur. eco.*, 1, 2012, p. 15 ss.; R. ARALDI, *L'influenza delle distorsioni cognitive sull'andamento dei mercati borsistici*, Torino, 2011, p. 7 ss.; LINCIANO, *Errori cognitivi e instabilità nelle preferenze delle scelte di investimento dei risparmiatori* retail, in Quaderni di finanza Consob, Roma, 2010, p. 30 ss.; U. MORERA, *Legislatore razionale versus investitore irrazionale: quando chi tutela non conosce il tutelato*, in *An. giur. eco.*, 2009, p. 77; R. CATERINA, *I fondamenti cognitivi del diritto. Percezioni, rappresentazioni, comportamenti*, Milano, 2008; C. JOLLS e R. SUNSTEIN, *Debiasing through law*, in *The Journal of Legal Studies*, 35(1), 2006, p. 199 ss.; L. PIRAS, *Dalla finanza classica a quella comportamentale*, Milano, 2005, p. 5 ss.

[30] Per tutti v. G. AKERLOF, *The Market for 'Lemons': Quality Uncertainty and the Market Mechanism*, in *Quart. Journ. Econ.*, 1970, p. 488 ss.

[31] *Social* e *app* di *trading* consentono di generare profezie che almeno per un breve periodo paiono realizzarsi, per poi magari sgonfiarsi con ingenti perdite di chi vi ha creduto, e sostanzialmente senza poter effettuare un controllo sulla veridicità, provenienza e serietà delle informazioni circolate. In un periodo storico di crisi legata alla pandemia e alle misure restrittive di contrasto, è apparsa sempre più accattivante la prospettiva di un guadagno slegato dai meccanismi dell'economia quotidiana, ma al contempo amplificata a causa di un'intrinseca estrema volatilità dei titoli di alcune società quotate. Allo stesso tempo, proprio l'accelerazione delle fluttuazioni finanziarie spinge i *trader* al dettaglio a scommettere sul loro andamento, senza accorgersi di essere essi stessi divenuti "parte del gioco".

[32] Una dinamica in cui entra in gioco prepotentemente anche la finanza comportamentale, con gli investitori che si lasciano travolgere dall'effetto gregge, convinti che gli altri ne sappiano sempre più di loro, e dalla paura di perdere occasioni ghiotte ("fear of missing out"), che li spinge a compiere azioni di investimento senza neppure appurarne l'attendibilità. Per un'analisi accurata delle dinamiche alla base dei comportamenti imitativi e dei rischi per la stabilità generale del sistema finanziario che conseguono all'istinto gregario cfr., a*mplius*, G. LIACE, *La finanza comportamentale e l'effetto gregge*, cit., p. 3 ss. e la bibliografia ivi citata. In particolare, si segnala come <<i comportamenti imitativi siano "tardivi" rispetto all'andamento del mercato, poiché occorre che l'evento si sia già verificato per essere imitato>> (ivi, p. 5). Inoltre, l'A. mette in risalto, come aspetto da non sottovalutare, la distinzione che intercorre tra <<l'intenzionalità imitativa che caratterizza l'*herding behavior*>> e le imitazioni intenzionali o spurie che <<possono essere considerate come false imitazioni>>.

ISSN 2036-7821

di difficoltà economica e su cui si basa anche il *marketing* di soggetti autorizzati e considerati affidabili[33].

Va da sé che per rendere gli investitori al dettaglio edotti del rischio in cui incorrono nell'assumere decisioni di investimento sulla base di simili raccomandazioni, andrebbe potenziato il ruolo rivestito dall'educazione finanziaria come utile completamento del *set* di strumenti di tutela rispetto alle trasformazioni indotte dalla digitalizzazione finanziaria, tra cui anche le informazioni fornite dai *social media*[34].

Tuttavia, per stroncare sul nascere fenomeni associati ad un'estrema volatilità dei titoli, indotti da un quadro informativo "non ufficiale", s'impone un ripensamento dei presidi esistenti e l'introduzione di più incisivi obblighi regolamentari deputati ad assicurare un ri-allineamento dei prezzi di listino ai valori fondamentali dell'emittente. Invero, le regole che attengono ai meccanismi di mercato contengono già rigorosi dispositivi in termini di controlli *pre* e *post* negoziazione (come, ad esempio, le sospensioni automatiche *trading halt*) idonei a circosrivere l'impatto di fenomeni atipici come quelli emersi nella vicenda GameStop[35].

---

[33] Cfr. D.M. ALLDREDGE, *Institutional trading, investor sentiment, and lottery-like stock preferences*, in *Financial Review*, 55(4), p. 603 ss.; P.C. TETLOCK, *Giving Content to Investor Sentiment: The Role of Media in the Stock Market*, in *Journal of Finance*, 63(2), 2007; K. KIM e J. BYUM, *Effect of Investor Sentiment on Market Response to Stock Split Announcement*, in *Asia-Pacific Journal of Financial Law*, 39(6), p. 687 ss. Trattandosi, come si è ricordato, di meccanismi basati sulla popolarità, il *feedback* degli utenti è determinante per decretare l'attrattività del *social network*. Ne consegue che, se le opinioni iniziali sul tema in questione sono generalmente poco corrette e gli utenti hanno un forte *confirmation bias*, il *feedback* tende a influenzare negativamente il processo di aggregazione dell'informazione, spingendo gli utenti a consultare siti web che veicolano informazioni non complete o veritiere. Movimenti dei prezzi come quello di GameStop (+1600% in un mese), in assenza di flussi informativi significativi, non sono fenomeni compatibili con mercati ordinati e trasparenti. Nel caso specifico, poi, va sottolineata l'inefficienza allocativa di un supporto massiccio e incondizionato (con conseguente rivalutazione) ad aziende e settori le cui basse quotazioni sembrano correttamente riflettere l'evoluzione a loro avversa delle dinamiche di mercato. Per un'analisi della teoria dell'approccio adattivo dei mercati (*Efficient Market Hypothesis* – EMH) v. E.F. FAMA, *Efficient Capital Markets: a review of theory and empirical work*, in *Journal of Finance*, 1970; M. JENSEN, *Some anomalous Evidence Regarding Market Efficiency*, in *Journal of Financial Economics*, 1978, p. 95 ss. –

[34] In argomento cfr. G. LIACE, *L'investitore irrazionale*, cit., p. 969; V. MIRRA, *Emergenza covid-19: tra interventi per il mercato finanziario e bisogno di semplicità per il cliente. Il virus accelera il* fintech *e la necessità di educazione finanziaria*, in *Riv. elettr. dir. econ. man.*, 2020, p. 197 ss.; I.A. PETRIC, *Benefits and drawbacks of online trading versus traditional trading. Educational factors in online trading*, Annalis of Faculty of Economics, University of Oradea, Faculty of Economics, vol. 1(1), July 2015, p. 1253 ss.; U. MORERA, *Nuove prospettive per l'educazione finanziaria*, in G. MOLLO (a cura di), *Atti dei seminari celebrativi per i 40 anni dall'istituzione della Commissione Nazionale per le Società e la Borsa*, Quaderni Giuridici Consob, 9, 2015, p. 311; U. MORERA e E. MARCHISIO, *Finanza, mercati e regole… ma soprattutto persone*, cit., p. 26; F. VELLA, *Educazione e regolamentazione: quali equilibri?*, intervento al Convegno "Scelte di investimento e regole di tutela. Il ruolo della finanza comportamentale tra economia, psicologia e diritto", organizzato dall'Associazione Disiano Preite e dalla Consob, Milano, 30 novembre 2010; L.E. WILLIS, *Against Consumer Financial Literacy Education*, in *Iowa Law Review*, 94(1), 2008.

[35] A tal proposito, come evidenziato da M.A. SCOPELLITI, *Elementi informativi in merito alla vicenda GameStop e l'impatto del* trading on-line, cit., p. 12, in Italia, già vigono <<per tutte le *trading venus* gestite da Borsa Italiana parameri di variazione massima in termini di quantità, valori scambiati e prezzi delle proposte di negoziazione, sistemi di *circuit breaker* per la gestione della volatilità dei prezzi e dispositivi di monitoraggio delle negoziazioni in tempo reale e in differita>>.

ISSN 2036-7821

Ai *retail*, però, non è dato sapere dove e quando si collochi il momento di rottura, sarebbe a dire lo ***stop loss*** che obbliga gli investitori a coprire le proprie posizioni. Questi strumenti andrebbero, pertanto, applicati con maggiore sensibilità, per evitare quantomeno che una volta "chiusi i recinti" siano i piccoli *trader* a rimanere ostaggio di tali misure. Ad un rafforzamento delle regole di divulgazione delle informazioni e di trasparenza delle negoziazioni, andrebbero aggiunti pertanto anche meccanismi di *early warning* destinati a trasmettere segnalazioni anticipate agli utenti sulla pericolosità di alcune manovre in atto sui mercati e di possibili interventi "limitativi" dei controllori.

5. "*Consigli per gli acquisti*" *o manipolazione del mercato?*

La vicenda quivi richiamata induce ad approfondire anche gli aspetti patologici del *trading on-line* in termini di manipolazione del mercato.

Nella prospettiva data, altro nodo cruciale da sciogliere è legato all'incertezza di collocare i "segnali di *sell or buy*", trasmessi attraverso i *social media* e generati da soggetti terzi, dentro o fuori il perimetro della legalità. A fronte dell'enorme e poco regolato potere delle piazze virtuali sulla finanza, l'interrogativo di fondo a cui occorre dare risposta è se i *social* possano ritenersi responsabili dei contenuti diffusi dagli utenti, e se sì a quali condizioni. In particolare, la messa a disposizione delle informazioni da parte delle comunità virtuali solleva il delicato problema di stabilire chi è autorizzato ed entro quali limiti può usare i dati di cui entra in possesso; ossia, per venire al nocciolo della questione, come garantire l'affidabilità del dato divulgato e l'uso che se ne fa, entrambi problemi che devono trovare soluzione nell'ambito di un contesto normativo al passo con i tempi[36].

I mercati finanziari si fondano sulla qualità delle informazioni, sull'affidabilità dei "canali" preposti alla loro divulgazione, sulla correttezza dell'uso di tali informazioni. L'integrità del mercato è un valore oggettivo e in generale i comportamenti che la compromettono sono comunque da sanzionare[37]. Al tempo

[36] Sul ruolo delle informazioni nella determinazione del prezzo di mercato secondo le teorie *post* finanziarie e l'incidenza del *noise trader risk* cfr. M.B. MAGRO, *Manipolazioni dei mercati finanziari e diritto penale. Una ricerca al modello di razionalità economica*, Milano, 2012, p. 69 ss.

[37] Cfr. A. PERRONE, Servizi di investimento e tutela dell'investitore, in Banca borsa tit. cred., 2019, I, p. 1 ss.; ID., Servizi di investimento e tutela dell'investitore, in Banca borsa tit. cred., 2014, II, p. 448 ss.; L. PURPURA, L'evoluzione "fiduciaria" dei doveri di comportamento dell'intermediario nella prestazione dei servizi di investimento alla clientela al dettaglio, in Banca borsa tit. cred., 2, 2013, p. 222 ss.; M. RABITTI, Prodotti finanziari tra regole di condotta e di organizzazione. I limiti di MiFID II, cit., p. 145 ss.; F. GRECO, L'onere/obbligo informativo: dalla normazione paternalistica all'information overload(ing), in Resp. civ. e prev., 2017, p. 398 ss.; V. RICCIUTO, La tutela dell'investitore finanziario. Prime riflessioni su contratto, vigilanza e regolazione del mercato nella c.d. Mifid II, in V. TROIANO e R. MOTRONI (a cura di), La Mifid 2: rapporti con la clientela, regole di governance, Assago, 2016, p. 213 ss.

ISSN 2036-7821

stesso, però, il mercato finanziario si presenta come un luogo in cui dominano *bias* ed euristiche che mettono a dura prova l'idea della razionalità economica. Si può facilmente intuire che un sistema caratterizzato da forti asimmetrie informative fra i soggetti agenti può essere fonte di comportamenti opportunistici e fraudolenti a danno del corretto funzionamento del mercato e a detrimento della parità di condizioni tra gli attori che in esso operano.

Il delitto di manipolazione del mercato rappresenta, pertanto, l'emblema a livello globale di un contesto disciplinare che richiede l'apporto di strumenti di *debiasing* per una corretta tutela dell'investitore e delle stesse piazze finanziarie.

L'alterazione del mercato può realizzarsi secondo due modalità: mentre la cosiddetta manipolazione operativa (*market-based manipulation*) si attua direttamente sui mercati finanziari attraverso il compimento di operazioni di negoziazione che mirano a falsare il meccanismo di fissazione del prezzo degli strumenti finanziari, la manipolazione informativa (*information-based manipulation*) consiste nella diffusione di informazioni false ovvero ingannevoli[38].

Tali condotte inducono gli operatori ad effettuare scelte non fondate su elementi finanziari corretti e completi, ledendo così il diritto della generalità degli investitori ad effettuare valutazioni finanziarie consapevoli. Per tale ragione, sia negli Stati Uniti che in Europa, entrambe le fattispecie sono punite secondo un sistema di tipo binario, come reati e illeciti amministrativi[39].

La disciplina legislativa vigente negli Stati Uniti è dispiegata in numerose previsioni, tra cui spicca la sezione 9(a)2 del *Securities Exchange Act* del 1934, che proibisce in via generale a chiunque, da solo o assieme ad altri, di porre in essere con ogni mezzo, anche telematico, azioni dirette a determinare delle variazioni in aumento o in diminuzione del valore di un titolo, al solo scopo di indurre altri ad acquistare o vendere quel determinato strumento finanziario.

Conformandosi alla distinzione sopra riferita, anche le condotte perseguite dall'ordinamento statunitense possono dividersi in manipolazione informativa o operativa. Alla prima categoria appartengono le operazioni di *wash trading*, espressamente vietate dalla sezione 9(a)1 del *Securities Exchange Act*, ossia quelle

[38] Per una ricostruzione della fattispecie in oggetto cfr, *ex multis*, A. GALANTI, *La manipolazione del mercato*, Milano, 2015; P. SFAMENI e F. SACCONE, *Informazione al pubblico e abusi di mercato*, in P. SFAMENI e A. GIANNELLI, *Diritto degli intermediari e dei mercati finanziari*, Milano, 2013, p. 271 ss.; F. SGUBBI, *La manipolazione del mercato*, in F. SGUBBI, D. FONDAROLI e A. TRIPODI (a cura di), *Diritto penale del mercato finanziario*, Padova, 2013, p 71 ss.; C. RABITTI BEDOGNI, *Prefazione*, in S. VINCENZI (a cura di), *Gli abusi di mercato, dalle norme alla prassi operativa*, Trento, 2012, p. 11 ss.; E. AMATI, *Abusi di mercato e sistema penale*, Torino, 2012; S. GALLI, *La disciplina italiana in tema di abusi di mercato*, Milano, 2010; M. RAGNO, *Gli abusi di mercato*, in F. VELLA (a cura di), *Banche e mercati finanziari*, Torino, 2009, p. 450 ss.; C. SANTORIELLO, *Il reato di manipolazione del mercato*, in ID. (a cura di), *La disciplina penale dell'economia*, Torino, 2008, p. 781 ss.

[39] Per una lettura della fattispecie che non sia esclusivamente incentrata su un potenziale "effetto alterativo" dei prezzi di mercato, cfr. M.B. MAGRO, *Manipolazioni dei mercati finanziari e diritto penale. Una ricerca al modello di razionalità economica*, cit., p. 87 ss.

ISSN 2036-7821

operazioni di acquisto e vendita del medesimo strumento finanziario effettuate in serie dal medesimo soggetto al fine di fornire al mercato una rappresentazione falsa del volume di scambi del titolo. Alla seconda tipologia si riconducono, sempre in via esemplificativa, gli schemi *pump and dump ("la pompa e lo scarico")*, una tipologia di manipolazione volta a far lievitare artificialmente il prezzo di azioni a bassa capitalizzazione acquistate ad un prezzo conveniente di modo da poterle rivendere ad un prezzo superiore[40]. Si sollecitano, infatti, tramite telefonate o comunicazioni telematiche, gli investitori ad acquistare un titolo rappresentandolo come redditizio, creando così una piccola bolla di valore destinata a sgonfiarsi poco dopo (ma non prima) che i promotori abbiano effettuato la loro plusvalenza tramite la vendita degli stessi titoli finanziari[41].

A livello europeo la disciplina in materia di *market abuse* è racchiusa nella Direttiva 2014/57/UE (MADII) e nelle disposizioni del Regolamento (UE) 596/2014 (MAR) direttamente applicabili negli Stati membri. In particolare, l'art. 15 MAR, ove si colloca il divieto di effettuare o tentare di effettuare manipolazioni di mercato, ha cura di assecondare la classica ripartizione tra manipolazione informativa[42] e manipolazione operativa[43]. Il Regolamento MAR, oltre ad identificare le ipotesi di abuso di mercato introducendo la nuova fattispecie di manipolazione sugli indici ed estendendo le ipotesi di manipolazione anche agli ordini di negoziazione effettuati con mezzi elettronici (come le strategie di negoziazione algoritmiche e ad alta frequenza) amplia l'ambito di applicazione della disciplina, includendovi nuove sedi di negoziazione e, precisamente, i sistemi multilaterali di negoziazione (MTF), i sistemi organizzati di negoziazione (OTF) nonché gli strumenti finanziari non quotati sui mercati regolamentati (OTC).

In Italia gli artt. 114 e 115 del T.U.F. relativi, rispettivamente, alle comunicazioni al pubblico ed alla Consob, impongono la diffusione di informazioni complete ad attendibili, idonee ad orientare efficacemente le scelte degli investitori. A seguire, l'art. 185 T.U.F., individua tre tipologie di condotte punibili: le prime due specificamente indicate nella diffusione di <<notizie false>> e nella rappresentazione di <<operazioni simulate>>[44] (e ripresa dall'art. 187-*ter* T.U.F.); la terza, delineata

[40] La differenziazione tra le fattispecie fondata sull'offensività del comportamento e sugli altri indici discretivi nella disciplina comunitaria cfr. F. MUCCIARELLI, La nuova disciplina eurounitaria sul market abuse: tra obblighi di criminalizzazione e ne bis in idem, in Dir. pen. cont., 4, 2015, p. 317 ss..

[41] Meno frequente della pompa e dello scarico è la tecnica *poop and scoop* ("la cacca e la paletta"), con cui il prezzo delle azioni di una società, che gode di una buona capitalizzazione, viene artificialmente sgonfiato. Una volta che questo effetto si produce, il manipolatore acquista le azioni sottovalutate, realizzando così un profitto.

[42] V. art. 12, par. 1, lett. *c*), MAR e art. 5, par. 2, lett. *c*), MADII.

[43] V. art. 12, par. 1, lett. *a*) e *b*), MAR e art. 5, par. 2, lett. *a*) e *b*), MADII.

[44] Per tale tipologia di illeciti indicati non può essere assoggettato a sanzione amministrativa chi dimostri di avere agito per motivi legittimi e in conformità alle prassi di mercato ammesse nel mercato interessato.

ISSN 2036-7821

come norma di chiusura, finalizzata al perseguimento di tutti gli <<altri artifizi concretamente idonei a provocare una sensibile alterazione del prezzo di strumenti finanziari>>[45].

5.1. (*Segue*): *libertà di espressione* vs *manipolazione del mercato.*

Quantunque il rischio che soprattutto l'uso del *web* celi condotte manipolative sia concreto, esso non può essere affrontato con un atteggiamento aprioristicamente censorio verso i *social media*. Rendere pubbliche le proprie intenzioni di acquisto (o l'acquisto) di azioni in un *social foral* è condotta che di per sé non assurge a manipolazione del mercato, salvo che quelle intenzioni rese pubbliche non siano volutamente finalizzate a diffondere segnali falsi o fuorvianti nel mercato.

Beninteso, non è in discussione la liceità della speculazione[46]. In altre parole, l'intento speculativo inteso come sfruttamento a scopo di lucro dell'instabilità dei mercati non costituisce una condotta da sanzionare a priori, anzi come affermato da autorevole dottrina la speculazione è «socialmente benefica»[47]. È, invece, la degenerazione del fenomeno, inteso come quell'insieme di prassi manipolative miranti ad influenzare artificiosamente il livello dei prezzi per esasperarne la volatilità, che va ad inficiare il corretto operare degli scambi di borsa[48].

La normativa d'Oltreoceano prevede che la colpevolezza si ha quando si verifica il *momentum ignition* che ha scatenato il *trend* manipolativo con false dichiarazioni sul titolo o sull'operazione eseguita. Facile definire il concetto, molto più difficile scoprirlo, anche da parte delle autorità competenti. Per vero, la formulazione della sezione 9(a)2 del *Securities Exchange Act* garantisce un margine di discrezionalità che permette di sanzionare uno spettro ampio di attività che, pur non sostanziandosi in pratiche oggetto di un espresso divieto o nella diffusione di informazioni non veritiere, sono comunque dirette ad influenzare i meccanismi di formazione del prezzo di uno strumento finanziario. L'analisi della prassi applicativa rivela come la SEC abbia scelto prevalentemente di non vietare tali condotte laddove non si rinvengano elementi di falsità o rappresentazioni ingannevoli

[45] Cfr. F. CONSULICH, *Manipolazione del mercato e disorientamenti dogmatici. Tra eventi di pericolo e pericolo di eventi*, in *Società*, 7, 2010, p. 823 ss.; A. CRESPI, *Manipolazione del mercato e manipolazione delle norme incriminatrici*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2, 2009, p. 107 ss. Non solo mezzi illeciti, dunque, ma anche iniziative intrinsecamente lecite poste in essere per perseguire lo scopo illecito che caratterizza l'atto di manipolazione. La giurisprudenza (Tribunale di Milano, sent. 11/11/2002) ha recepito tale impostazione, evidenziando che la nozione di "altri artifici" comprende tutte le condotte apparentemente lecite le quali, combinate tra loro ovvero realizzate in determinate circostanze di tempo e di luogo, assumono una oggettiva connotazione distorsiva del gioco della domanda e dell'offerta, influendo in tal modo sulle libere scelte di investimento.

[46] C. PEDRAZZI, *Turbativa dei mercati*, in *Dig. disc. pen.*, XIV, Torino, 1999, p. 421, ora in ID., *Diritto penale IV. Scritti di diritto penale dell'economia*, Milano, 2003, p. 111.

[47] Ibidem.

[48] A. CARMONA, *Premesse a un corso di diritto penale dell'economia*, Padova, 2002, p. 10.

ISSN 2036-7821

In effetti, sulla base Primo Emendamento della Costituzione, negli USA vige un principio – del "freedom of speech" – volto a favorire la democratizzazione della finanza, nel senso di riconoscere la possibilità ai *noise traders* di esprimere liberamente opinioni e di scambiare informazioni sui *social network*. Il rafforzamento degli strumenti di vigilanza sulle correlazioni tra informazioni presenti sui *social* e andamento anomalo dei titoli necessita di essere opportunamente contemperato con i valori insopprimibili della libertà di pensiero e di opinione[49].

La capacità di contrasto da opporre a nuove forme di manipolazione coordinata o di abusivismo finanziario è strettamente correlata alla possibilità di identificare i centri di imputazione delle responsabilità, anche qualora l'infrastruttura tecnologica da cui le comunicazioni promanano poggia su meccanismi di decentralizzazione che, servendosi di protocolli automatici e *open source*, non sono immediatamente riconducibili ad una persona fisica o giuridica.

Di per sé, il riconoscimento della propensione intrinseca di tali piattaforme o canali *social* di influenzare (*rectius* distorcere) i comportamenti umani, non può singolarmente assumersi come requisito sufficiente per ipotizzare la ricorrenza di una condotta illecita da parte di quegli stessi operatori.

Anche ove si optasse per l'introduzione di una presunzione di abuso di mercato in capo ai nuovi alfieri del web, molti problemi resterebbero inevasi e probabilmente altri se ne aggiungerebbero.

In proposito, basti, in primo luogo, segnalare che qualsiasi previsione legislativa volta a reprimere il fenomeno descritto risulterebbe troppo indeterminata e andrebbe a scapito del principio di legalità e di certezza del diritto, confondendo il piano della legalità/tipicità con quello della pluralità delle modalità esecutive con le quali si può manifestare la manipolazione.

In secondo luogo, una siffatta presunzione, poiché *volta a decretare* una condanna a priori di tali operatori, sarebbe pur sempre relativa; comporterebbe cioè solo un'inversione dell'onere della prova a carico del gestore della piattaforma o del canale *web*.

In terzo luogo, trattandosi di una presunzione fondata su indizi eccessivamente generici, che richiederebbero, pertanto, di essere opportunamente contestualizzati nella vicenda concreta affinché se ne accerti la ricorrenza, le determinazioni dell'autorità di vigilanza dovrebbero essere rivolte a (ri)definire il labile confine tra le

[49] Cfr. D. SHEPARDSON, *US Congress to hold hearings on GameStop trading*, in *Financial review*, 29 January 2021; S. JAISINGHANI e S. RAMAKRISHNAN, *GameStop retreats as Reddit rally runs into trading restrictions*, ivi. Come il caso in esame dimostra, i *Redditers* non hanno diffuso notizie false o eclatanti, né tantomeno hanno esortato qualche utente ad investire nei titoli della società bersaglio per ottenere da tali pratiche un guadagno. Al contrario, le notizie divulgate sul *web* recavano chiaro il messaggio che si trattasse di operazioni sganciate da una logica di mero profitto, poiché esclusivamente rivolte a foraggiare la crociata della "speculazione popolare e democratica" contro quella delle élite finanziarie. Ed è questo aspetto che non consentirebbe, dato il quadro normativo vigente e in assenza di altri indizi, di configurare un'ipotesi di reato.

ISSN 2036-7821

semplici dichiarazioni espresse nel contesto di una piattaforma *online* di discussione e le condotte di tipo manipolatorio che si diffondono nelle piazze finanziarie. Donde, per quello che è il normale gioco che si instaura tra l'Autorità che indaga e l'impresa che si difende, v'è da aspettarsi lo sviluppo di una mole ingombrante di contraddittori dall'esito alquanto incerto.
Infine, non è di poco conto osservare che, nella sua ampiezza, la soluzione qui prospettata rischierebbe di colpire in modo indiscriminato operatori con posizioni di mercato e di forza relativa verso utenti e controparti commerciali molto diverse.

6. *Prime linee di intervento e itinerari possibili di regolamentare delle raccomandazioni di investimento* on-line.
Il fenomeno in esame non ha precedenti, e può condurre ad una ridefinizione sostanziale dei tradizionali equilibri tra gli operatori del mercato. Pertanto, una valutazione nel senso della illiceità dell'azione degli utenti di ***WallStreetBets*** deve discendere dalla prova di una sua preordinazione ad influenzare in modo artificioso il mercato di un titolo.
È compito delle autorità di settore garantire un'informazione quanto più completa e affidabile. Missione divenuta sempre più ardua per la variopinta mole di informazioni che si generano senza soluzione di continuità e che possono essere gestite solo ricorrendo alle tecniche di raccolta ed elaborazione messe a disposizione dalla scienza dei dati e delle reti.
La matrice della finanza *social* non è solo collettiva e non proviene solo dal basso. Nell'assenza di regole puntuali, le piattaforme di condivisione decidono, in totale autonomia, come indicizzare i contenuti diffusi, spesso favorendo il soggetto economicamente più forte. I fantomatici algoritmi si sono rivelati in grado di diffondere informazioni, false o vere che fossero, e hanno permesso di orientare l'opinione pubblica di massa, di creare un'egemonia nuova e aggirare i tradizionali strumenti della democrazia rappresentativa. Come dimostrato plasticamente da battaglie finanziarie sul modello di GameStop, a determinare le inefficienze riscontrate nei flussi di *trading* contribuirebbe in misura rilevante anche la compartecipazione fra piattaforme e investitori istituzionali che operano *front-load* tramite algoritmi o manipolano la domanda con *spoofing* direzionali. Di talché scandagliare con zelo *chat* e *social* può rivelarsi iniziativa di per sé non sempre sufficiente a ripristinare il corretto funzionamento dei mercati.
Occorre far presente che non si tratta, peraltro, di un problema da affrontare soltanto in ottica di "investor protection". La necessità di definire norme più puntuali in materia e di aggiornare dal punto di vista giuridico alcune categorie concettuali non è avvertita esclusivamente dai controllori, ma anche dagli stessi operatori di mercato, che riconoscono l'esistenza di rischi per la loro attività derivanti dalle incertezze o

ISSN 2036-7821

dalla approssimazione che possono influenzare le scelte di vaste platee di investitori poco avveduti.

Il MAR definisce "raccomandazione in materia di investimenti" le <<informazioni destinate ai canali di distribuzione o al pubblico, intese a raccomandare o a consigliare, in maniera esplicita o implicita, una strategia di investimento in merito a uno o a più strumenti finanziari o emittenti, ivi compresi pareri sul valore o sul prezzo presenti o futuri di tali strumenti>>.

Ove, pertanto, le informazioni diffuse dai *social media* venissero classificate all'interno di tale categoria sorgerebbero serie complicazioni in termini di mancata conformità rispetto a quanto è previsto dalle regole in materia di abusi di mercato vigenti in Europa[50].

In effetti, tramite la piattaforma, gli utenti possono visualizzare, analizzare e valutare i segnali di *traders* esperti ed eseguire la strategia prescelta affinché gli ordini vengano eseguiti. Ad indicare obiettivi e strategie sono spesso *leader* virtuali, mentre gli altri (che si autodefiniscono "degenerates" o "*retards*" anagramma di "*traders*") eseguono, più o meno consapevoli di quello che stanno facendo e dei rischi che stanno correndo[51].

Sennonché regolatori e supervisori hanno necessariamente dovuto fare i conti con questa nuova modalità di comunicazione, imparando a riconoscere le "cassandre" del *web* e a monitorarne i comportamenti[52]. Tanto più in ragione del fatto che non si tratterebbe, a conti fatti, di accertare un illecito e di comminare una sanzione, ma di esercitare un potere regolatorio e conformativo.

---

[50] V. art. 20 e art. 3(1) (35) del Regolamento (UE) N. 596/2014.

[51] A detta di A. SCOPELLITI, *Audizione sul caso GameStop presso la Commissione di inchiesta sul sistema bancario e finanziario*, cit., p. 24, queste nuove forme di investimento "di gregge" comportano spesso, come avviene nella maggior parte dei servizi di negoziazione offerti sul *web*, <<l'invio ai clienti – tramite e-*mail*, *sms* e *social media* – di segnali di *trading* generati da soggetti terzi che concedono l'accesso ai dati sulle proprie operazioni di negoziazione al fine di copiarle e replicarle>>. Come sottolineava V. ZUCCONI, *Repubblica*, 6 marzo 2012, Prima Pagina,<< chiunque può entrare e uscire da una *chat* o da un *blog*, anche lasciando un messaggio, un suggerimento, una spiata nella cassetta postale>>. Un semplice *tweet* rilasciato da una persona influente può divenire "market mover", ovvero in grado di muovere i mercati. Analisi recenti sono state in grado di verificare l'esistenza di una correlazione tra il lancio di un *tweet* e l'andamento dei mercati finanziari su determinati strumenti, a tal punto da costruire indici in grado di calcolare tale probabilità.

[52] Nell'ottica di assicurare la massima protezione e salvaguardia degli investitori al dettaglio, la cui partecipazione è ritenuta fondamentale per lo sviluppo dei mercati dei capitali comunitari, l'ESMA ha, da subito, pubblicato una Raccomandazione rivolta agli investitori *retail* (*Episodes of very high volatility in trading of certain stocks*, Statement, 17 February 2021) evidenziando i rischi connessi alle decisioni di investimento basate esclusivamente su opinioni, consigli informali nonché sulla condivisione di intenzioni scambiate su piattaforme online non regolamentate ed i *social network*. Similmente anche la SEC, nelle comunicazioni del 27 e 29 gennaio 2021, ha reso noto di essere in contatto con le altre autorità competenti per monitorare gli episodi di volatilità sui mercati segnalando che l'estrema volatilità nel prezzo dei titoli può esporre gli investitori a perdite rilevanti con il rischio di minare la fiducia nel mercato. Parimenti, la UK FCA e l'AMF francese hanno messo in guardia gli investitori dagli alti rischi derivanti dalla contrattazione di azioni quando vi è elevata volatilità nei prezzi e dalle attività di speculazione sui mercati, in particolare laddove fomentate da determinati da *forum* e *social media*

ISSN 2036-7821

In Europa il reg. delegato 958/2016 definisce esperto colui che si presenta <<dotato di competenza o esperienza finanziaria>> e induce, pertanto, <<gli altri a ritenere ragionevolmente di possedere competenza o esperienza finanziaria>>. Inoltre, posto che potrebbe anche non operare professionalmente, nelle *Linee Guida, Raccomandazioni di investimento*, dell'ottobre 2017, la Consob include tra gli indicatori da prendere in considerazione per identificare un "esperto" anche <<il numero dei *follower*>>.

E, in effetti, con l'obiettivo di fornire al consumatore un adeguato livello di protezione, l'ESMA ha chiarito quali raccomandazioni possono essere considerate proposte di investimento, le modalità con cui vanno pubblicate su piattaforme e *social media* e le conseguenze riconducibili a violazioni del regolamento europeo sugli abusi di mercato[53]. In special modo, stando a quanto previsto dall'Autorità europea, le suddette *raccomandazioni* devono essere prodotte e diffuse in modo il più possibile obiettivo e trasparente, affinché gli operatori, prima di assumere qualunque decisione di investimento, siano capaci di distinguere i fatti dalle opinioni. È inoltre fondamentale che gli investitori siano in grado di identificare facilmente la fonte delle informazioni e gli eventuali conflitti di interesse di coloro che formulano le raccomandazioni[54].

Gli è che, le disposizioni poc'anzi segnalate rappresentano, pur sempre, di *soft law* avviate a regolare solo transitoriamente – e, dunque, almeno *prima facie*, senza capacità di assumere carattere strutturale – i rapporti e gli effetti scaturenti da tali condotte.

Condividendo le medesime finalità e con analogo approccio normativo, si potrebbe pertanto tentare di proporre una strategia di regolamentazione del fenomeno incentrata su tre principali direttrici di intervento: 1) garantire la presentazione veritiera dei fatti e degli avvenimenti, in modo tale da favorire la libera formazione delle opinioni; 2) rafforzare i meccanismi, anche autoritativi (non solo da parte delle autorità di settore ma anche legittimando l'intervento di Agcom, Garante *privacy*, Agcm) di controllo dei contenuti e delle *fake news*; 3) adeguare i contenuti e le modalità di trasmissione dei messaggi ai nuovi strumenti presenti sui mercati.

---

[53] ESMA, *Statement on Investment Recommendations on Social Media*, ESMA70-154-2780, 28 October 2021.

[54] In proposito il documento dell'ESMA sopra citato rimanda al Regolamento (EU) 9 marzo 2016, n. 958 che integra il Reg. 596/2014 per quanto riguarda gli standard tecnici di regolamentazione per gli accordi tecnici per la presentazione obiettiva di raccomandazioni di investimento o altre informazioni che raccomandano o suggeriscono una strategia di investimento e per la divulgazione di interessi particolari o indicazioni di conflitti di interesse. Non a caso, già in tempi non sospetti, l'ESMA, *Avvertenze per gli investitori. ESMA mette in guardia gli investitori al dettaglio sulle insidie dell'investimento* online, 11 settembre 2012, p. 3, aveva ritenuto opportuno segnalare che fosse dovere della piattaforma *on line* attivare delle procedure idonee a misurare il livello conoscenza e di esperienza maturato dal potenziale investitore nonché di verificare se si comprendono i rischi connessi all'investimento, così da valutare l'appropriatezza dell'operazione rispetto al tipo specifico di prodotto o servizio offerto o richiesto.

ISSN 2036-7821

Sennonché, una rapida realizzazione del quadro interventistico proposto potrebbe ottenersi anche estendendo alle comunicazioni presenti sui *social* gli orientamenti emanati dall'ESMA in materia di distribuzione transfrontaliera di fondi di investimento[55]. Ciò permetterebbe di rendere le comunicazioni di *marketing* provenienti dai *social network* o comunque rintracciabili su internet obbligatoriamente identificabili come tali; di imporne un contenuto predeterminato attraverso una puntuale descrizione dei rischi e dei rendimenti attesi degli investimenti promossi; di assicurarne tratti distintivi essenziali improntati alla correttezza (sarebbe a dire la coerenza con i documenti legali e normativi dell'investimento promosso), alla chiarezza e alla mancanza di riferimenti fuorvianti; di evidenziarne la natura di comunicazioni non vincolanti contrattualmente né previste dalla disciplina di settore, né tanto meno sufficienti per assumere in maniera consapevole una decisione di investimento.

Per una vigilanza più capillare potrebbe correre in soccorso, con riferimento alle problematiche in oggetto, l'istituto del *mystery shopping* (acquisti in incognito), per acquisire elementi probatori utili all'accertamento di violazioni[56]. Questo strumento (che prende il nome di *mystery surfing* quando applicato alle vendite *on line*) è considerato di "prevenzione" e non solo di controllo. A differenza delle ispezioni, che possono rilevare condotte già avvenute, tale pratica è particolarmente utile per bloccare sul nascere comportamenti che non rispettino criteri di trasparenza. Si impone, tuttavia, l'esigenza di definire una cornice normativa all'interno della quale disciplinare questo meccanismo al fine di renderlo compatibile con presidi di controllo già operanti.

Altrettanto utile può rivelarsi prendere in considerazione la soluzione promossa dalla Consob con cui si vietano comunicazioni di marketing in difetto della pubblicazione di un documento informativo (c.d. *white paper*) e in assenza di altri dispositivi di trasparenza equipollenti allorché l'attività di *trading* abbia ad oggetto *crypto asset* che non ricadono nella nozione europea di strumento finanziario [57].

7. *Verso una ridefinizione della matrice regolatoria dei mercati finanziari.* De Jure condendo.

In termini di politica del diritto, alle nuove istanze, che casi come quello di GameStop hanno portato alla luce, occorre *replicare assumendo politiche e legislazioni uniformi,*

[55] Si veda ESMA, *Orientamenti sulle comunicazioni di marketing a norma del regolamento relativo alla distribuzione transfrontaliera di fondi*, 2 agosto 2021.

[56] Già utilizzato dall'IVASS sul versante del contrasto agli abusivismi in ambito assicurativo, l'impiego di questa tecnica è stata proposta in ambito finanziario da M.A. SCOPELLITI, *Elementi informativi in merito alla vicenda GameStop e l'impatto del* trading on-line, cit., p. 18.

[57] ID., *Fintech: profili di attenzione e opportunità per gli emittenti e il risparmio nazionale*, Audizione presso la Commissione parlamentare di inchiesta sul sistema bancario e finanziario, Roma, 6 luglio 2021, p. 6.

ISSN 2036-7821

concertate tra regolatori, che contrastino le trappole emotive dei mercati finanziari[58] *ed* evitino pericolosi arbitraggi e competizioni regolamentari al ribasso innescate dalla natura *cross-border* dei fenomeni in atto.

Constatata irreversibilità di tali processi[59], l'aspetto che più di altri desta preoccupazione è la cronica incapacità dei regolatori – nel mercato finanziario così come in molti altri settori – di tenere il passo con i nuovi paradigmi che stanno modificando in modo radicale l'ecosistema dei mercati finanziari [60].

D'altronde, gli accadimenti di cui si discute confermano quanto un'autorevole dottrina aveva già da tempo messo in luce, ossia che con la disciplina dell'attività finanziaria <<il legislatore non protegge l'investitore da sé stesso e non protegge

[58] Cfr. Sui limiti della matrice regolatoria vigente e la sua inadeguatezza a disciplinare le piattaforme digitali cfr. F. BASSAN, *Le piattaforme digitali tra co-regolazione, concorrenza e codificazione di diritto uniforme* , in *Mercati regolati e nuove filiere di valore*, cit., p. 165 ss.; E. RULLI, *Banche, non-banche e* social network*: quale disciplina?*, in *Riv. trim. dir. econ*., suppl. al n. 4, 2016, p. 301 ss. È interessante segnalare come, partendo dallo scostamento della finanza dalle scienze naturali, giacché la prima non risponde alle leggi della fisica, la discussione metodologica in atto è incentrata su un'analisi che rifugia da una rappresentazione dei mercati finanziari come modelli di razionalità e ritiene corretto, piuttosto, rintracciare nella storia biologica dell'essere umano, secondo il modello evoluzionista di Darwin, i *driver* che sono alla base dei meccanismi che regolano il funzionamento e lo sviluppo di tali strutture. In merito a tali studi cfr., *ex plurimus*, M. MOTTERLINI e F. GUALA (a cura di), *Economia cognitiva e sperimentale*, Milano, 2005; D. KAHNEMANM (a cura di), *Heuristics and Biases. The psychology of intuitive judgment*, Cambridge, 2001; D. KAHNEMAN e A. TVERSKY (a cura di), *Choices, Values and Frames*, Cambridge, 2000; D. KAHNEMAN, P. SLOVIC e A. TVERSKY (a cura di), *Judgment Under Uncertainty. Heuristics and Biases*, Cambridge, 1982. Si sofferma, in particolare, sullo scostamento del comportamento concreto degli investitori rispetto al paradigma neoclassico, H.A. SIMON, *Model of Bounded Rationality*, I-II, Cambridge (MA), 1982; ID., *Scienza economica e comportamento razionale*, trad. it., Torino, 2000. Nella stessa prospettiva, lo studio di A.W. Lo, *Adaptive markets: financial evolution at the speed of thought*, Princeton University Press, 2017, descrive il sistema finanziario non come un sistema meccanico o fisico, bensì come <<*an ecosystem, a collection of interdipendent species all struggling for survival and reproductive success in an ever-changing environment*>>. Secondo questa lettura, dunque, i regolatori devono conformare la disciplina dei mercati a un contesto assimilabile ad un sistema biologico in continua e magmatica trasformazione (evoluzione?), dove il ruolo del diritto è comparabile a quello di un *software* o sistema operativo che regola i comportamenti degli attori presenti sul mercato. Ad ogni buon conto – come osserva M. CLARICH, *Alle radici del paradigma regolatorio dei mercati*, in *Riv reg. merc*., 2, 2020, p. 37, – <<al di là delle critiche al modello tradizionale, non sembra essersi ancora sviluppato un nuovo paradigma alternativo perché le teorie delle neuroscienze non hanno costruito un modello strutturato e integrato. Nella fase attuale, le vecchie radici non sono ancora state sostituite, né sono sostituibili, con altre che abbiano un'analoga capacità esplicativa>>.

[59] *Cfr. M. VENTORUZZO, GameStop: le regole in gioco, in lavoce.info, 2 febbraio 2021, per il quale <<tecnologia e pulsioni socio-politiche consentono un nuovo livello di ingerenza sul governo e le sorti delle imprese e dei mercati e sui corsi di borsa>>. In argomento v., altresì, A. GRAZIANI, Il caso GameStop e le regole che mancano all'incrocio tra Borsa e social network*, in *Il Sole 24 ore*, 29 gennaio 2021.

[60] Come segnala M.G. CAROZZI, *Così il caso Gamestop ha messo in luce l'avanguardia di un mondo nuovo*, cit., <<Quando emergono nuove opportunità, nuovi modelli economici e nuovi diritti allora la collaborazione dei saperi tecnologici, comunicativi e legali è ancora più rilevante per cogliere in modo equilibrato rischi ed opportunità>>. Più in generale, sui pericoli legati all'uso delle piattaforme tecnologiche in assenza di presidi di tutela adeguati v. le considerazioni di P. SAVONA, *Incontro annuale con il mercato finanziario*, Consob, Roma, 14 giugno 2021, p. 10 ss.

ISSN 2036-7821

l'investitore dall'intermediario; il legislatore protegge il mercato dall'investitore, servendosi dell'intermediario>>[61].

Ancorché regole e strutture del mercato dell'Unione europea siano diverse da quelle operanti negli Stati Uniti, non si può escludere a priori che eventi simili possano insorgere e propagarsi con la stessa virulenza anche nei mercati del Vecchio continente. Si ritiene, infatti, che la diffusione incontrollata di tali pratiche sia potenzialmente in grado (al pari di altri schemi operativi come il *trading* algoritmico e in particolare l'*high frequency trading*), non solo di facilitare condotte manipolative ma pure di fomentare la trasmissione degli *shock* che colpiscono un determinato titolo o mercato ad altre *trading venus*, nella misura in cui le strategie di investimento utilizzate coinvolgano su scala globale una molteplicità di piattaforme di cui alcune regolamentate, altre no, altre ancora sottoposte a discipline più blande.

Il tema che agita il dibattito, peraltro già percorso con riferimento ad altri fenomeni legati anch'essi all'innovazione tecnologica, è sempre il medesimo, e cioè se, in mancanza di un adeguamento volontario, si possa estendere l'ambito e l'efficacia della disciplina (e della vigilanza pubblica) dei mercati finanziari in via stabile anche ai nuovi attori, imponendo loro controlli e "paletti" simili a quelli che già vigono per gli *incumbents* sottoposti ad un regime di vigilanza contraddistinto da una crescente pervasività.

Ma forse questo tipo di approccio alla soluzione delle criticità che si sono individuate potrebbe non rivelarsi sufficiente. A prescindere dal tipo di soluzione prescelto, la *ratio* di un intervento riformatore della materia non dovrebbe essere quella di limitare la libertà di piccoli risparmiatori di operare in autonomia scelte di investimento esponendosi a rischi anche elevati, né tantomeno quella di limitare la capacità della tecnologia di ridurre i costi di transazione o di "disintermediare" talune attività, o ancora di difendere una tipologia di operatori rispetto ad altri. Al contrario, si tratterebbe di garantire che le modalità di investimento qui sotto accusa avvengano nel rispetto di condizioni di parità, di tutela dell'integrità informativa del mercato e di adeguata protezione degli investitori meno professionali.

A costo di trascendere la dimensione prettamente negoziale dei comportamenti osservati, si ritiene che sia indispensabile procedere alla collocazione dei contraenti deboli in un ambito contrassegnato dalla loro appartenenza a gruppi sociali ben definiti. *Tali individui presentano bisogni informativi differenziati e sempre più marcatamente segnati da una spiccata sensibilità verso modalità operative web-based e da forme di comunicazione sui social, e che abbisognano pertanto di implementare approcci regolatori diversificati e su misura*[62]. Prendere atto di un processo di unificazione sulla

[61] Così D. MAFFEIS, *La natura e la struttura dei contratti di investimento*, in *Riv. dir. priv.*, 2009, p. 81.

[62] ESMA e COMMISSIONE UE, *Discussione sul caso GameStop che ha interessato il mercato finanziario*, Audizione presso la Commissione per i problemi economici e monetari - Parlamento Ue, 23 febbraio 2021.

ISSN 2036-7821

base di valori identitari, consente di ricondurre gli investitori/risparmiatori bisognevoli di forme di tutela rafforzate nella categoria dei "consumatori", così da ottenere una *reductio ad unum* dei criteri di giustizia sostanziale e di efficienza economica.

Di talché, la combinazione della spinta normativa e di mercato verso l'affermazione di una *retail strategy* permetterebbe di abbandonare uno schema regolamentare per singolo strumento finanziario, mercato o tipologia di operatore, per promuovere un approccio prevalentemente incentrato sul cliente al dettaglio[63]. Nella direzione quivi tracciata, la realizzazione di un testo unico (entro cui rafforzare i presidi dell'appropriatezza e dell'adeguatezza, che le applicazioni automatizzate del *trading on-line* basate sull'*excution only* tendono a disattendere) costituirebbe al momento la soluzione più congeniale alle questioni quivi sollevate[64]. L*a revisione in itinere delle discipline MiFID/MiFIR e MAR rappresenta, a tal proposito, l'occasione propizia per porre mano ad un'area di intervento dai confini ampi e tesa a ridurre l'attuale frammentazione dell'ordito regolamentare che disciplina l'attività finanziaria*[65].

In questa prospettiva, non meno importante è anche l'iniziativa intrapresa dalla Commissione europea, volta a sviluppare, in stretta continuità con lo scopo dichiarato di "un'economia al servizio delle persone", una strategia per gli investimenti al dettaglio che dovrebbe essere emanata nella prima metà del 2022. Si tratterebbe di un quadro giuridico scrupolosamente modellato sul profilo e sulle esigenze dei consumatori, con cui offrire maggiori garanzie per gli investimenti al dettaglio.

Del resto, in questa delicata fase di stravolgimento del contesto operativo, dove motori di ricerca e *social media* influenzano i comportamenti di una moltitudine indistinta di individui e determinano le tendenze dei mercati e con esse le sorti di imprese o interi settori produttivi, garantire un ordinato svolgimento delle negoziazioni per mezzo dei canali "ufficiali", contrastando anche fenomeni ispirati al

---

[63] Tuttavia, ancorché tali intenti riflettano la volontà del legislatore di predisporre meccanismi e tecniche di identificazione e di tutela rispetto agli errori cognitivi e comportamentali che si riversano sulle decisioni di investimento, quando tali scelte sono state indirizzate (se non manipolate) da terzi, occorrerà porre attenzione a che tali soluzioni non conducano ad una totale "deresponsabilizzazione" degli investitori in relazione alle ricadute del loro *agere*, magari – come segnalato da U. MORERA e E. MARCHISIO, *Finanza, mercati e regole… ma soprattutto persone*, cit., p. 17, <<attraverso l'utilizzo di indiscriminate regole di (allora iniquo) indennizzo o di responsabilità oggettiva>>

[64] È di questo avviso M.A. SCOPELLITI, *Audizione sul caso GameStop presso la Commissione di inchiesta sul sistema bancario e finanziario*, cit., p. 28.

[65] In tal senso v. ancora M.A. SCOPELLITI, *Elementi informativi in merito alla vicenda Gamestop e l'impatto del trading on-line*, cit., p. 16. Più in generale cfr. M.E. SALERNO, *Prospettive di regolamentazione a protezione dell'investitore finanziario alla luce dell'emergenza Covid-19*, in U. MALVAGNA e A. SCIARRONE ALIBRANDI (a cura di), *Sistema produttivo e finanziario post covid-19: dall'efficienza alla sostenibilità*, Pacini editore, Pisa, 2021, p. 289 ss.; P. LUCANTONI e F. MATTASSOGLIO, *Il Covid-19 e le reazioni del mercato finanziario*, ivi, p. 299.

ISSN 2036-7821

moral hazard[66], è condizione imprescindibile per consolidare la fiducia degli investitori e intensificarne la partecipazione al mercati dei capitali. Diversamente, ove non si promuovesse per tempo un adeguamento in senso evolutivo dell'assetto regolamentare, il rischio di incorrere in continui *game over* del sistema finanziario ed economico resterebbe quanto mai concreto.

[66] Come evidenziano ancora U. MORERA e E. MARCHISIO, *Ibidem*, problemi di *moral hazard* sorgerebbero <<laddove gli investitori sarebbero all'evidenza incentivati ad intraprendere comportamenti eccessivamente rischiosi, sulla convinzione che i costi associati ad un eventuale esito negativo sarebbero poi sopportati da altri operatori o, addirittura, dalla collettività>>.

ISSN 2036-7821