

XV CONVEGNO ANNUALE
DELL' ASSOCIAZIONE ITALIANA DEI PROFESSORI UNIVERSITARI
DI DIRITTO COMMERCIALE "ORIZZONTI DEL DIRITTO COMMERCIALE"

"IMPRESA E MERCATI: NUMERI E COMPUTER SCIENCE"

Roma, 23-24 febbraio 2024

GIULIO SANDRELLI

PROFESSORE ASSOCIATO DI DIRITTO COMMERCIALE NELL' UNIVERSITÀ DEGLI STUDI "ROMA TRE"

Regole per il gioco: l'investimento *retail* tra algoritmi e *gamification*

SOMMARIO: 1. Premessa. L'età della *gamification* - 2. Tendenze evolutive del *retail trading* e loro impatto sistemico. - 3. *Finfluencers* e attività di *trading*. Stato dell'arte. - 3.1. Disciplina contrattuale. - 3.2. Disciplina di legge. - 3.3. Possibili strategie di intervento. - 3.3.1. Inadeguatezza dell'assetto regolatorio attuale. - 3.3.2. Ipotesi di evoluzione della disciplina. - 4. *Copy trading*: il fenomeno. - 4.1. Stato dell'arte. - 4.2. Possibili strategie di intervento.

1. Premessa. L'età della *gamification*

Nel *trading* non professionale, l'impatto della digitalizzazione e delle tecniche algoritmiche - temi al centro del XV Convegno dell'Associazione - ha trasformato i modelli di relazione fra intermediari finanziari e clientela, nonché i comportamenti degli stessi investitori *retail*.

"*Gamification*" è il nome sotto cui si racchiude una varietà di fenomeni nei quali, grazie all'evoluzione tecnologica, l'investimento non professionale si salda con la dimensione dei *social networks* (1). Le piattaforme di

(1) Sul fenomeno della *gamification* e sulle sue diverse sfaccettature, cfr., anche per altri riferimenti, I. CHIU (2021), p. 52 ss.; K. LANGVARDT-J.F. TIERNEY (2021-2022), p. 722 ss.; S. GUAN (2022), p. 2066 ss.; J.F. TIERNEY (2022), p. 363 ss.; F. ANNUNZIATA (2023), p. 22 ss. Sulle sue implicazioni socio-economiche, cfr. A. VAN DER HEIDEAAND-D. ŽELINSKY (2021). Nella letteratura finanziaria, cfr. ad es. H. LJUNGKVIST-M. MOORE (2022). Evidenze empiriche sul c.d. *app trading* in M. LUSH E AA. (2021). Il tema - e, più in generale, le implicazioni della digitalizzazione nell'offerta di servizi e prodotti finanziari - sono esaminati in un ampio

online trading si sono trasformate in applicazioni digitali la cui interattività è funzionale a rendere accessibile (e divertente) la negoziazione di valori mobiliari (2). Meccanismi commissionali (quali il c.d. *pay-for-order-flow*) e operativi (es. *slice stock*) hanno reso la negoziazione su piattaforma quasi gratuita e particolarmente accessibile al pubblico (3).

Fondamentali sono divenuti gli strumenti di *social networking* che i gestori delle piattaforme offrono ai loro utenti per favorire scambi di informazioni e “*trading ideas*”. Ciò, da un lato, incoraggia un inedito coordinamento nelle iniziative di investimento su singoli titoli (clamorosi, ma non isolati, sono stati i casi GameStop, AMC, Hertz)(4); dall’altro, favorisce la

numero di studi e rapporti di istituzioni e autorità di vigilanza. Cfr. ad es., negli Stati Uniti, Securities and Exchange Commission (SEC), *SEC Requests Information and Comment on Broker-Dealer and Investment Adviser Digital Engagement Practices, Related Tools and Methods, and Regulatory Considerations and Potential Approaches; Information and Comments on Investment Adviser Use of Technology*, RIN 3235-AN00 (2021); nell’Unione Europea, ESMA, *Final Report on the European Commission mandate on certain aspects relating to retail investor protection*, ESMA35-42-1227 (20 aprile 2022); Commissione europea, Direzione generale per la stabilità finanziaria, i servizi finanziari e l’Unione dei mercati dei capitali, *Disclosure, inducements, and suitability rules for retail investors study: final report*, data.europa.eu/doi/10.2874/459190 (2023) (c.d. *Kantar Report*).

(2) Sulle piattaforme di *trading*, cfr. in particolare, oltre agli autori cit. a nt. 1, J.P. ANDERSON E AA. (2022), p. 1225 ss.; J. DENG E AA. (2022); D.A. ZETZSCHE E AA. (2017), p. 417 ss. Sulle modalità interattive diffuse su queste piattaforme – le c.d. *digital engagement practices*, e cioè la presentazione accattivante di notizie e contenuti finanziari in modalità e grafica simili a quanto avviene nei *social networks*, la organizzazione di classifiche e competizioni tra *traders*, i premi (in denaro, titoli o servizi gratuiti) offerti ai vincitori, i “*confetti*” che celebrano operazioni fortunate o semplicemente eseguite – è particolarmente istruttivo il documento della SEC cit. alla nt. 1.

(3) Sul *pay-for-order-flow*, cfr. *infra*, nt. 9. Sull’incidenza di tali meccanismi rispetto alla diffusione importante del *trading* non professionale (*retailization*), cfr. *ex multis* A.J.B. CABLE (2022), p. 671 ss.; J.E. FISCH (2022), p. 1831 ss.; J. TIERNEY (2022), p. 373 ss. Lo *slice stock* consiste in un frazionamento sintetico delle azioni a opera di un intermediario finanziario, che rende così più accessibile al pubblico *retail* l’investimento in un titolo azionario con prezzo unitario particolarmente elevato (come sovente avviene nel mercato nordamericano).

(4) Sul coordinamento, cfr. ad es. J.J. SCHULP (2021), p. 514 s.; V. CHIU-M.A. YAHYA (2022), p. 64 ss. e *passim*; C.N. GRIFFIN (2023), p. 19 ss.; J.E. FISCH (2021), p. 1803 ss., S. GUAN (2022), p. 2061 ss. e *passim*. Particolarmente vasta è la letteratura sulla vicenda GameStop: cfr. per tutti, J.R. MACEY (2021), p. 796 ss.; J. ANGEL (2021); J.P. ANDERSON E AA. (2022), p. 1225 ss. Per un’analisi rispetto al diritto italiano, si v. C. MOSCA (2021) (per i profili di diritto dei mercati); FR. D’ALESSANDRO (2022), p. 1234 ss., e M. CUPELLA (2021), p. 45 ss. (per gli aspetti penalistici). Non vanno dimenticati episodi simili occorsi sul mercato italiano (Tiscali): cfr. M.A. SCOPELLITI (2021).

“*leadership*” di *traders* (a loro volta, spesso non professionisti) intorno ai quali si coagula il consenso di investitori “*followers*”, che privilegiano la sequela dei loro “*finfluencers*” rispetto ai canali informativi e di consulenza tradizionali ⁽⁵⁾.

(5) Sul fenomeno dei *finfluencers* cfr. soprattutto, nella letteratura giuridica, S. GUAN (2023), p. 1 ss.; N. AGGARWAL E AA. (2023), p. 333 ss. Il tema della diffusione di opinioni e raccomandazioni in materia di investimento su *social networks* e piattaforme di *trading* ha catturato l’attenzione delle autorità di vigilanza le quali – spesso, ma non solo, in correlazione con il caso GameStop – hanno diffuso richiami di attenzione e pubblicato linee guida, per lo più “a legislazione invariata”. Cfr., fra gli altri interventi, SEC, *Thinking About Investing in the Latest Hot Stock?*, 30 gennaio 2021, www.sec.gov.us; CANADIAN SECURITIES ADMINISTRATORS (CSA)-INVESTMENT INDUSTRY REGULATORY ORGANIZATION OF CANADA (IIROC), *Joint Statement on the Recent Market Volatility*, 1° febbraio 2021, securities-administrators.ca.ESMA, *Episodes of very high volatility in trading of certain stocks*, 17 febbraio 2021, ESMA70-155-11809; AUSTRALIAN SECURITIES AND INVESTMENTS COMMISSION (ASIC), *Discussing financial products and services online*, 21 marzo 2022, sul sito asic.gov.au; CONSOB, *Dichiarazione sui casi di anomala volatilità nella negoziazione di azioni e nell’utilizzo di social forum e piattaforme di trading on-line*, 13 aprile 2021, www.consob.it; FINANCIAL MARKETS AUTHORITY (FMA) (Nuova Zelanda), *A guide to talking about money online*, 28 giugno 2021, www.fma.govt.nz; AFM (Paesi Bassi), *The pitfalls of ‘finfluencing’*, dicembre 2021, www.afm.nl; FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY (FCA) (Regno Unito), *Young investors driven by competition and hype*, 20 ottobre 2021, fca.org.uk; per un quadro di sintesi, DELOITTE (2022).

Assai più ridotto il novero delle iniziative per interventi *normativi* volti alla regolamentazione del fenomeno. La prima mossa è stata intrapresa dalla SEC statunitense, con il *consultation paper* del 2021 citato alla nt. 1 (cui tuttavia non ha fatto ancora seguito l’adozione di una proposta di intervento, che è attesa soprattutto nell’ambito della disciplina dei servizi di investimento). Le autorità cinesi hanno proposto una sorta di giro di vite che renderebbe illecita la promozione di servizi bancari, assicurativi e di investimento tramite *influencers* (cfr. A. CAO (2022)); ma non risulta che tale proposta sia stata approvata.

L’Unione Europea, invece, si è mossa nell’ambito della c.d. *Retail Investment Strategy*, che racchiude un insieme di misure e interventi proposti dalla Commissione europea (DG Fisma) in attuazione dei punti del *Capital Markets Union 2020 Action Plan* dedicati a rendere l’UE «un luogo più sicuro per il risparmio e l’investimento di lungo termine». Con riferimento al tema qui in esame, l’importante documento preparatorio dell’ESMA (il *Final report* cit. alla nt. 1), aveva dedicato un’analisi specifica alle sfide della digitalizzazione, *gamification* e promozione di prodotti finanziari in rete, anche attraverso *social media* e *finfluencers*. Peraltro, le proposte della Commissione che sono scaturite da questo processo – e che si sostanziano nel disegno di *Direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica le direttive 2009/65/CE, 2009/138/CE, 2011/61/UE, 2014/65/UE e (UE) 2016/97 per quanto riguarda le norme dell’Unione a tutela degli investitori al dettaglio*, COM(2023) 279 final (c.d. “Direttiva Omnibus”) – non contengono un’organica disciplina del fenomeno in questione, ma si limitano ad alcuni interventi più puntuali, che attengono alla disciplina del governo di prodotto e alla responsabilizzazione di distributori che si avvalgono di *finfluencers* per la commercializzazione di strumenti finanziari. Su tali profili si tornerà nel seguito del lavoro (cfr. in particolare il par. 4). Per un primo ma completo commento alle misure contenute nella *Retail Investment Strategy*, cfr. F. ANNUNZIATA (2023).

Il fenomeno ha ricadute sistemiche: da una parte, i prezzi degli strumenti finanziari quotati sono oggi determinati da un novero di variabili più ampio rispetto a quelle considerate nelle consuete analisi “sui fondamentali” e “tecnica”: vengono in rilievo non solo istanze *ESG*, ma anche genericamente sociali o perfino estetiche o emozionali. Dall'altra parte, il *trading* dei non professionisti si coagula in “ondate” (*hypes*), il cui impatto di mercato è tale da indurre a dubitare del tradizionale assioma di irrilevanza del c.d. *noise trading* nei meccanismi di formazione dei prezzi ⁽⁶⁾.

Che tutto ciò interessi il sistema delle regole, lo suggeriscono due elementi di attenzione. Il primo interessa, a livello “macro”, l'integrità del mercato: le nuove dinamiche di *trading* basate sull'“influenza” di singoli investitori appaiono particolarmente esposte a forme di manipolazione, spesso in forme inedite e non agevolmente inquadrabili nelle categorie già codificate. Il secondo segnale riguarda il livello “micro” della protezione dell'investitore al dettaglio: gli strumenti di tutela, radicati nella disciplina dei servizi di investimento, appaiono concentrati su un modello tradizionale e bilaterale intermediario-cliente, mentre le scelte di investimento *retail* scaturiscono da interazioni multilaterali, sui portali che gli stessi *brokers* gestiscono.

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

⁽⁶⁾ Su queste ricadute sistemiche, cfr. *infra*, par. 2.

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

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

Se ne trae l'idea - che intendo sviluppare nel seguito del presente lavoro - che, nel mondo delle piattaforme, la tutela dell'investitore *retail* abbia minori *chances* di realizzarsi efficacemente al livello di disciplina dei rapporti contrattuali bilaterali (i servizi di investimento e specialmente la consulenza, che hanno perso centralità e si adeguano a modalità di interazione fortemente standardizzate); e che debba invece privilegiarsi l'adozione di presidi che operano, *ex ante*, sull'individuazione dei *target* di clienti ai quali viene offerta l'opportunità di investimento, a seconda delle tecniche di interazione: quindi, presidi di *governo del prodotto* - sulla scia di un filone già inaugurato dalla seconda direttiva MiFID - ma anche, in una prospettiva nuova, di *governo del servizio*.

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

2. Tendenze evolutive del retail trading e loro impatto sistemico

Secondo un assunto proprio della teoria tradizionale dell’informazione sui mercati finanziari, gli investitori *retail* sono disinformati ⁽⁷⁾: non solo non hanno accesso alle informazioni sui c.d. “fondamentali”, ma – a differenza di quanto avviene per gli investitori professionali – l’informazione neppure costituisce il “motore” delle loro scelte di investimento, che per lo più dipendono da considerazioni di personale pianificazione del risparmio o da atteggiamenti speculativi. In conseguenza di tale “irrilevanza informativa”, vi è la presunzione che i loro scambi non abbiano effetto sui prezzi dei titoli (*noise trading*); o, se anche l’avessero, l’arbitraggio operato da “*anti-noise traders*” lo bilancerebbe. In sostanza, l’operatività dei piccoli investitori non influenzerebbe il processo di *price discovery* ⁽⁸⁾.

⁽⁷⁾ Per una illustrazione di questo assunto cfr. M. FOX- L.R. GLOSTEN-G.V. RAUTERBERG (2019), p. 62 (2019); S. GUAN (2022), p. 2060.

⁽⁸⁾ Cfr. FOX- L.R. GLOSTEN-G.V. RAUTERBERG (2018), p. 88.

Si sta diffondendo la convinzione che le nuove dinamiche del *retail trading* stiano alterando in profondità questi equilibri. Si è accennato in premessa alle *strutture commissionali* che oggi caratterizzano l'offerta su alcuni portali di *online trading* e che, avendo reso pressoché gratuita l'operatività su tali piattaforme, hanno fortemente incoraggiato l'accesso agli scambi da parte degli investitori più piccoli e più giovani ⁽⁹⁾. Il *trading* non professionale, quindi, è cresciuto quantitativamente, anche prescindendo dalla parentesi della Pandemia.

Un secondo fattore, qualitativo, riguarda l'evoluzione delle motivazioni che guidano le scelte di investimento degli investitori *retail*. Nella letteratura finanziaria, sono stati elaborati modelli che descrivono gli effetti dell'irruzione dei nuovi *traders* in un mercato "classico" dominato da investitori razionali che decidono sulla base dei "fondamentali" e investitori (sempre razionali) di breve o brevissimo termine che operano sulla base dell'analisi tecnica e dell'arbitraggio ⁽¹⁰⁾. Caratteristica dei nuovi *traders* è la tendenza verso una *polarizzazione* delle scelte di investimento, che accresce la rigidità dei comportamenti e ne amplifica la portata attraverso dinamiche tipiche del *social networking*.

⁽⁹⁾ Particolarmente delicato, in quest'ambito, è il ricorso a modelli *pay-for-order-flow* (PFOF), nei quali l'attività di ricezione/trasmissione ordini (RTO) di un intermediario non è remunerata mediante commissioni pagate dal cliente, bensì dai *market makers* o dagli intermediari esecutori ai quali gli ordini vengono indirizzati; ciò rende il servizio di RTO gratuito per il cliente, mentre l'intermediario è incentivato a indirizzare gli ordini verso gli esecutori che meglio remunerano il flusso. Per una descrizione di questi modelli, cfr. già, limitandosi alla sola letteratura giuridica, A. FERREL (2001); M. FOX *et al.* (2015), p. 261 ss.; e, recentemente, J.J. ANGEL (2021), p. 34 ss.; J.F. TIERNEY (2022), p. 384; D. AGGARWAL-A.H. CHOI-Y.A. LEE (2023), p. 6 ss. I rischi che il PFOF può determinare in termini di efficienza del mercato e di possibile *overtrading* sono illustrati dall'ESMA nel *Final Report* cit. alla nt. 1, p. 49 ss. Nella letteratura specialistica (e per evidenze empiriche), cfr. *ex multis* B. BARBER E AA. (2022), p. 3141 ss.; P.K. JAIN E AA. (2023), p. 1 ss. Si noti, peraltro, che la diffusione del PFOF non è uniforme sul territorio europeo: mentre il modello è adottato da importanti intermediari tedeschi, altri mercati, come quello olandese e quello italiano risultano meno impattati: cfr., ad es., L. HILLEN (2022).

⁽¹⁰⁾ Cfr. L.H. PEDERSEN (2022), p. 146 ss; I. GIANSTEFANI-L. LONGO-M. RICCABONI (2022), p. 1 ss.; T. RENAULT (2018), p. 1 ss.

Nell'inglese degli studiosi di finanza, vi sono *leader* «fanatici» che perseguono con «ostinazione» scelte di investimento talora irrazionali se esaminate con i parametri di valutazione tradizionali ⁽¹¹⁾. Il riferimento al «fanatismo» – che suggerisce una saldatura con fenomeni di più vasta portata sociale (la polarizzazione delle opinioni, appunto) – non va letto in senso dispregiativo, bensì piuttosto a indicare che i *driver* delle decisioni di investimento non si limitano alle prospettive economiche degli emittenti considerati (la tradizionale analisi dei flussi di cassa), ma abbracciano la politica, la protesta sociale, nonché motivazioni emozionali e perfino estetiche (si è parlato, in proposito, di *expressive trading*)⁽¹²⁾. Quando, poi, il mercato viene raggiunto da un'informazione che, in base a criteri di stretta convenienza economica, suggerirebbe l'adozione di scelte diverse da quelle proclamate dai *leader* d'opinione (ad esempio, vendere anziché o continuare gli acquisti), gli investitori tendono a rimanere aderenti a queste ultime. La rilevanza empirica di questo fenomeno, nel quale hanno parte fondamentale meccanismi di imitazione e coordinamento ⁽¹³⁾, è confermata da numerosi studi ⁽¹⁴⁾.

⁽¹¹⁾ I. GIANSTEFANI-L. LONGO-M. RICCABONI (2022), p. 4.

⁽¹²⁾ Cfr. J.P. ANDERSON-J. KIDD-G.A. MOCSARY (2022), p. 1232 ss.; J. FISCH (2022), p. 1850 s. Per un quadro più generale su queste tendenze, v. GRIFFIN (2023). Per vero, i *finfluencers* non basano l'elaborazione delle loro opinioni unicamente sulla base di orientamenti culturali o preferenze personali, ma spesso anche in base al ritorno economico derivante dalla promozione di certi emittenti, titoli, *broker* o *trader*, oppure guardando alle scelte che consentono di massimizzare la loro popolarità: v. sul punto S. GUAN (2023), p. 28 s.

⁽¹³⁾ Al riguardo, va rilevata l'importanza degli effetti "*echo-chambers*", tipici dei contesti *social* e del coordinamento fra i *traders*, secondo dinamiche *leader-followers*. Sul tema cfr., nella letteratura giuridica, I. CHIU (2021), *passim*; S. GUAN (2022), p. 2073 ss.; e, nella letteratura economica, gli autori cit. a nt. 10. Al contempo, va osservato che i servizi di investimento a più elevato valore aggiunto (consulenza, gestione di portafogli), che potrebbero condurre a scelte di investimento personalizzate e non condizionate da meccanismi imitativi, esercitano minore attrattività per i piccoli investitori e sono quindi meno "frequentati". Cfr. C. DIM (2021), p. 1 ss.; C. LONG-B.M. LUCEY-L. YAROVAYA (2021), p. 1 ss.; I. GIANSTEFANI-L. LONGO-M. RICCABONI (2022), p. 1 ss.

⁽¹⁴⁾ Cfr. ad es. B. BARBER E AA. (2022), p. 3141 ss. (i quali utilizzano dati empirici raccolti sulla piattaforma Robinhood), S. DUZ TAN-O. TAS (2021), p. 221 ss. (i quali analizzano l'effetto predittivo del *sentiment* su X-Twitter rispetto ai rendimenti azionari); R. JARROW-S. LI

A proposito di questa tendenza possono esprimersi giudizi di valore diversi ⁽¹⁵⁾. Sarebbe però una semplificazione eccessiva relegare le nuove forme di *retail trading* nella categoria del “rumore”, perché il “rumore” della teoria tradizionale si contrappone a una decisione di investimento basata sull’informazione relativa ai fondamentali, mentre, oggi, a essere in crisi è

(2021) p. 1 ss. (per un’analisi sugli effetti che le opinioni diffuse sulle *chatrooms* hanno sui prezzi di borsa); H. CHEN E AA. (2014), p. 1367 ss. (i quali mettono in luce gli effetti dei *post* pubblicati su Seeking Alpha rispetto ai prezzi dei titoli); altri riferimenti in S. GUAN (2023), p. 17 s. È interessante osservare che gli effetti dell’*expressive trading* sui prezzi dei c.d. *meme stock* tendono a essere duraturi (cfr. L.H. PEDERSEN (2022), p., 1097 ss.).

⁽¹⁵⁾ Con approssimazione, si distinguono una corrente di pensiero “benevola” nei confronti di questa tendenza e una che, invece, manifesta preoccupazione rispetto ai prevalenti effetti di inefficienza e iniquità che sarebbero indotti dalla diffusione del *trading* non professionale nell’era della digitalizzazione. Da una parte, dunque, vi è chi, pur riconoscendo la dirompenza del fenomeno, ne evidenzia il contributo potenzialmente “disciplinante” in contrasto a pratiche di *trading* che accrescono la rischiosità dei mercati finanziari, come quelle poste in essere dagli *hedge funds* (v. sul punto J.P. ANDERSON-J. KIDD-G.A. MOCSARY (2022), p. 1239 ss.) e in contrapposizione ai difetti strutturali dell’attuale regolamentazione finanziaria e dell’operato delle autorità di vigilanza (questa, con riferimento al mercato statunitense, la provocazione di J.R. MACEY (2021), p. 805 ss.). Anzi, secondo alcuni, la crescita dell’*online trading* sarebbe socialmente desiderabile, perché incoraggia la partecipazione dei piccoli investitori (M. LEE (2019)) e contribuirebbe alla loro educazione finanziaria (A. BARBARINO (2021)), e vi è chi pone in luce, in una logica di sistema, gli effetti positivi che una partecipazione diretta ed *engaged* di investitori non professionali potrebbe avere sulla *corporate governance* degli emittenti in cui essi investono, compensando il ruolo passivo degli *index funds* e dei fondi che sono “azionisti universali” (*universal owners*), così incoraggiando un modello di *citizen capitalism* (S.A. GRAMITTO RICCI-C.M. SAUTTER (2021), p. 51 ss.; EID. (2022b)). Anche J.E. FISCH (2022), p. 1831 ss. sottolinea lo «underrecognized value of retail investing». Dall’altra parte, vi è la visione scettica di chi pone in luce gli effetti negativi del “nuovo” *retail trading* sui processi di *price discovery*, sulla liquidità dei titoli e sulla funzione del mercato dei capitali per la corretta allocazione di risparmi e investimenti: cfr., ad es., S. GUAN (2022), p. 2089 ss., e J. TIERNEY (2022), p. 416 ss., i quali pongono in luce la maggiore volatilità dei titoli interessati (soprattutto i *meme stocks*), i conseguenti effetti di potenziale uscita dal mercato degli operatori più informati, di inefficiente formazione dei prezzi, di complessiva perdita di fiducia nel mercato specialmente azionario. Vi sono al riguardo alcune evidenze empiriche: cfr. ad es. G.W. EATON E AA. (2022), p. 502 (sugli effetti di liquidità indotti da dinamiche di *trading* imitativo finding); P.K. JAIN E AA. (2023) (i quali evidenziano una correlazione negativa tra azzeramento delle commissioni sul *trading* e contributo degli scambi alla efficiente formazione dei prezzi); nella stessa direzione, cfr. B.M. BARBER E AA. (2022), p. 3141 ss. Sui rischi derivanti da modelli commissionali “PFOF” rinvio alla nt. 9. Con riferimento, invece, ai rischi per l’integrità del mercato, dato che i *trader* “gamified” sono ritenuti esposti a maggiori rischi di manipolazione, cfr. K.J. PAUL (2021), p. 37 ss. (e v. altresì, più in generale su evoluzione tecnologica e manipolazione di mercato, T.C.W. LIN (2017), p. 1253 ss.). Sul punto si tornerà al par. 3.2.

proprio il nesso tra informazione, prezzo e valori fondamentali. Gli *expressive traders* agiscono in modo informato (anche se non secondo i parametri dell'analisi finanziaria tradizionale) e, a loro volta, generano informazione che finisce per essere incorporata nei prezzi ⁽¹⁶⁾. Insomma, è ipotizzabile che, grazie all'apporto della tecnologia sul nuovo *trading "gamified"*, stia mutando il paradigma dell'informazione sui mercati ⁽¹⁷⁾.

Si è accennato in premessa alle sfide che tale evoluzione pone nei confronti del vigente assetto di regolamentazione e dei suoi assunti fondanti, sia a livello generale (tutela dell'integrità del mercato), sia a livello particolare (tutela del singolo investitore). È il momento esaminare tali implicazioni guardando ai due fenomeni (*finfluencing* e *copy trading*) su cui si concentra il presente lavoro.

3. Finfluencers e attività di trading. Stato dell'arte.

Prendiamo dunque le mosse dalle forme innovative con cui, attraverso l'attività di *influencers* finanziari, informazioni, opinioni e *trading ideas* si diffondono al pubblico mediante portali e piattaforme dedicati. Evidentemente, non ci muoviamo in un "vuoto" di disciplina. A livello contrattuale, vi sono le condizioni generali imposte dagli stessi gestori dei "luoghi" di diffusione; a livello normativo, operano le regole di tutela dell'integrità

⁽¹⁶⁾ Non è peregrino osservare che la stessa vicenda GameStop si è conclusa con un pesante ritracciamento del corso del titolo (e con perdite ingenti per molti investitori, piccoli e grandi); eppure, quelle azioni scambiano oggi a un prezzo ben superiore ai livelli precedenti i fatti del gennaio 2021; evidentemente, lo *hype* scatenato dai "Redditors" ha lasciato una "traccia informativa" destinata a incorporarsi nel valore di lungo termine della società.

⁽¹⁷⁾ Cfr. J.P. ANDERSON-J. KIDD-G.A. MOCSARY (2022), p. 1242; S. GUAN (2023), p. 23. Osserva I. CHIU (2021), p. 68 ss.: «retail trading signals are attempts to correct unnaturally low prices fed into conventional financial analysis with which retail traders simply disagree». La stessa autrice ha correttamente rilevato (p. 72 s.) che le politiche ambientali di un emittente (e ad altre questioni ESG) non erano inizialmente considerate come componenti informative essenziali del valore di una società; oggi, invece, criteri e metriche per misurarle sono diventati essenziali nelle valutazioni di azienda. Non siamo dunque in presenza di un fenomeno inedito.

del mercato, nonché quelle sulla prestazione di servizi di investimento, oltre alle norme del diritto privato comune.

3.1. *Disciplina contrattuale*

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

Ad esempio, è comune che il gestore rappresenti in contratto che i contenuti pubblicati sul *forum* non costituiscono consulenza o raccomandazione allo stesso attribuibile (o da esso approvata)⁽¹⁸⁾, e perfino che tali contenuti non costituiscono, in assoluto, raccomandazioni di investimento⁽¹⁹⁾.

In alcuni casi, il gestore limita direttamente l'attività dei suoi utenti: ad esempio, e-Toro proibisce agli utenti europei di fornire o commercializzare servizi quali la consulenza in materia di investimenti o la gestione di portafogli⁽²⁰⁾, ma non è affatto detto che l'intermediario disponga - ad esempio mediante ricorso all'intelligenza artificiale - di strumenti di analisi

⁽¹⁸⁾ Cfr. le condizioni generali della piattaforma di *trading online* forse più diffusa in Europa: e-Toro Terms and Conditions (Europe) 2022, articolo 24.6 (reperibili su www.etoro.com).

⁽¹⁹⁾ Così nelle condizioni generali di un diffuso portale di informazione finanziaria *crowd-sourced*: Seeking Alpha, Terms of Use (2021), *Clause 3* (reperibile su <https://about.seekingalpha.com/terms>). La *Clause 4* contiene l'avvertenza che il contenuto del sito «is being provided for information purposes only», con esclusione di qualsiasi consulenza o sollecitazione all'investimento. È evidente che simili dichiarazioni non offrono alcuna protezione né al mercato né all'investitore, e anzi si risolvono spesso in petizioni di principio: che uno *statement* costituisca, o no, una raccomandazione di investimento non dipende certo dalla qualificazione pregiudiziale e astratta che ne dia il gestore del portale nelle sue condizioni generali.

⁽²⁰⁾ e-Toro Terms and Conditions (Europe) 2022, articolo 24.3(c). Non è chiaro, dal tenore di queste condizioni generali, se sia possibile diffondere attraverso il sito raccomandazioni in materia di investimenti (su cui v. *infra*).

e di *enforcement* che gli consentano di intervenire per assicurare il rispetto di tali prescrizioni ⁽²¹⁾.

3.2. *Disciplina di legge*

Passando alla disciplina di legge, vengono principalmente in rilievo due ambiti, entrambi armonizzati a livello europeo: quello degli abusi di mercato in forma di manipolazione e quello (che costituisce un *proprium* dell'ordinamento dell'UE), delle raccomandazioni in materia di investimento. Per le ragioni che indicherò di seguito, nessuno dei due filoni di disciplina appare allo stato adeguato a fronteggiare una massiccia diffusione del *finfluencing*, sebbene la disciplina europea, a confronto con il modello americano su cui si è finora formata parte significativa della discussione sul tema, appaia meglio attrezzata a cogliere le tendenze in atto. Vi sono poi i profili "micro", collegati alla disciplina dei servizi di investimento, su cui mi diffonderò successivamente, trattandoli nel corso dell'esame dei servizi di *copy trading*.

(i) Manipolazione del mercato

Mi soffermo, per limiti di esposizione, sulla c.d. manipolazione informativa ⁽²²⁾, senza peraltro indugiare sugli episodi più clamorosi di diffusione di false informazioni sui *social media*, facilmente riconducibili allo

⁽²¹⁾ Seeking Alpha appare più attento al tema dei conflitti di interesse: coloro che pubblicano contenuti sono tenuti a informare dell'esistenza di posizioni lunghe o corte sui titoli di cui parlano. Inoltre, gli utenti devono rivelare (ma non è chiaro a chi) l'esistenza di ogni relazione significativa con gli emittenti delle azioni menzionate in un *post*. Seeking Alpha, Terms of Use (2021), *Clause 8*.

⁽²²⁾ La fattispecie rilevante è dunque quella della «diffusione di informazioni [...] che forniscano, o siano idone[e] a fornire, segnali falsi o fuorvianti in merito all'offerta, alla domanda o al prezzo di uno strumento finanziario ... o che consentano, è probabile che consentano, di fissare il prezzo di mercato ... a un livello anormale o artificiale, compresa la diffusione di voci, quando la persona che ha proceduto alla diffusione sapeva, o avrebbe dovuto sapere, che le informazioni erano false o fuorvianti» (art. 12.1(c) del Regolamento (UE) n. 596/2014 - "MAR"). Per un cenno a possibili ipotesi di manipolazione *operativa*, cfr. *infra*, nt. 26.

schema “classico” del *pump-and-dump* (23). È invece più interessante accennare alle fattispecie più innovative e strutturalmente collegate al fenomeno del *finfluencing*.

In relazione al c.d. *expressive trading* (cfr. sopra, par. 2), i commentatori – tanto negli Stati Uniti quanto in Europa – paiono condividere la conclusione che le “ondate” di *traders* che operano su *meme stock* secondo meccanismi imitativi non siano, di norma, il frutto di abusi. E ciò, per la semplice ragione che il *battage* mediatico che fa da sfondo a iniziative del tipo osservato in GameStop e AMC non è costituito dalla diffusione di *fatti* non veritieri (ciò che è alla base del comportamento manipolativo), bensì di (discutibili, ma genuine) *opinioni* (24). Può osservarsi, inoltre, che gli *opinion leaders* che utilizzano il proprio “capitale” di influenza per orientare i loro *followers* spesso detengono stabilmente posizioni “lunghe” sul titolo che invitano ad acquistare: il che allontana dagli schemi paradigmatici di abuso, dove l’autore dell’informazione fuorviante solitamente finisce per orientare

(23) Mi riferisco a casi, oggetto di intervento a opera della SEC statunitense (*ex* Section 10(b) del *Securities Exchange Act* e della Rule 10b-5), caratterizzati dalla diffusione di informazioni consapevolmente false su titoli quotati, con un chiaro intento manipolativo e a fronte di un’occasione di profitto concretamente sfruttata. Sono cambiati i canali informativi (Twitter o Seeking Alpha, anziché le vecchie *online chatrooms*), ma gli schemi fraudolenti utilizzati rimangono quelli “classici”. Cfr. SEC v. Carol McKeown, Daniel F. Ryan, Meadow Vista Financial Corp., and Downshire Capital, Inc., Civil Action 10-80748-CIV-COHN (S.D. Fla., 23 giugno 2010); SEC v. James Alan Craig, Civil Action No. 3:15-cv-05076, (N.D. Cal., 6 novembre 2015); *In re* Galena Biopharma, Inc. Sec. Lit., 336 F. Supp. 3d 378 (D.N.J. 2018). Per altri esempi, cfr. K.J. PAUL (2021), p. 38 ss. e J.E. FISCH (2022), p. 1851 ss.

(24) Può darsi, d’altra parte, che queste opinioni si basino su travisamenti di fatti o su informazioni errate, ma non è affatto detto che coloro che le diffondono ne siano consapevoli (benché tale circostanza potrebbe assumere rilevanza ad altro proposito, in relazione a condotte di *scalping*: v. *infra*). Sappiamo poi che, nel diritto interno, quanto meno in sede penale, la fattispecie incriminatrice dell’art. 185 TUF menziona la sola diffusione di «notizie false», circoscrivendo così il campo di applicazione rispetto al più generico «informazioni» contenuto nelle norme europea, che invece potrebbe astrattamente includere anche dichiarazioni di tipo valutativo. Sul punto, cfr. FR. D’ALESSANDRO (2020), p. 2217 s.

il proprio *trading* in direzione contrastante con il contenuto della dichiarazione stessa ⁽²⁵⁾⁽²⁶⁾.

Una situazione diversa è quella in cui un *finfluencer* sfrutta proprie dichiarazioni per operare su uno strumento finanziario. Ciò avviene, ad

⁽²⁵⁾ Per questa osservazione, cfr. J.R. MACEY (2021), p. 812 ss., I. CHIU (2021), p. 64 s.; K.J. PAUL (2021), p. 57 s. V. anche Fr. D'ALESSANDRO (2021), p. 1252.

⁽²⁶⁾ Alcuni studiosi hanno argomentato che un coordinamento tra investitori (*retail*) finalizzato a “mettere nell’angolo” (*corner squeeze*) coloro che abbiano venduto azioni allo scoperto (ciò che avvenne nel caso GameStop) costituisca una *manipolazione operativa*, poiché sarebbero soddisfatti tutti gli elementi previsti a tal fine dall’art. 12.2(a) MAR, e cioè: (i) un’azione concertata fra i *trader*, (ii) il tentativo di acquisire una posizione dominante sulla domanda del titolo, (iii) la fissazione del prezzo ad un livello artificiale (in questo senso, v. I. CHIU (2022), p. 65 s.; C. MOSCA (2021); M. ARRIGONI (2021), p. 13 ss.). Anche l’ESMA ha aperto in tale direzione in occasione del suo richiamo di attenzione all’esito della vicenda GameStop: «Discussing the opportunity to buy and sell the shares of an issuer does not constitute market abuse. However, organising or executing coordinated strategies to trade or place orders at certain conditions and times to move a share’s price could constitute market manipulation» (ESMA, *Statement. Episodes of very high volatility in trading of certain stocks*, cit. a nt. 5).

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

Ora, se si guarda al caso GameStop, sembra che i *traders* si siano determinati a intervenire in base alla diffusa convinzione che il prezzo del titolo fosse ingiustamente depresso dal mercato per “colpa” degli *hedge funds* che lo avevano massivamente venduto allo scoperto. Gli investitori *apertamente* rivendicavano la volontà di riportare il prezzo delle azioni GameStop al loro (presunto) livello naturale, non già di fissarlo artificialmente; il che mi pare possa escludere il dolo. Cfr., anche con altre argomentazioni, FR. D'ALESSANDRO (2021), p. 1251 s.; M. CUPPELLA (2021), p. 171. Da notare, per contro, che in altri ordinamenti (come quello inglese) il semplice dato della anormalità del prezzo potrebbe essere sufficiente a fondare un addebito di manipolazione: cfr. I. CHIU (2021), p. 65.

esempio, quando si utilizzano le piattaforme *social* per “attaccare” un emittente i cui strumenti finanziari si sono venduti allo scoperto, criticandone le strategie o la *governance*, o evidenziando ragioni di sopravvalutazione del titolo: si è parlato, in proposito, di “*negative activism*” (27). Anche in questo caso, il *finfluencer* proietta le sue *opinioni* sulle cattive prospettive dell’emittente, ricostruendole sulla base di informazioni pubblicamente disponibili. Peraltro, questi comportamenti si prestano a una valutazione più sfaccettata, quanto meno nei casi in cui sia dimostrabile che l’opinione non è “genuina” (28). Invero, l’accertamento di comportamenti del *trader* incompatibili con il contenuto dell’opinione da lui espressa giustifica un intervento repressivo, poiché l’aggressione all’integrità del mercato ha un disvalore simile tanto se perpetrata diffondendo informazioni (consapevolmente) false, quanto se utilizzando la propria credibilità per divulgare opinioni costruite ad arte, al solo scopo di alterare il prezzo dei titoli.

A tale riguardo, negli Stati Uniti si è invocato lo *standard* elaborato dalla Corte Suprema nel caso *Omnicare* che, sia pure nel diverso campo della responsabilità da prospetto, giunge a equiparare un’opinione non “creduta” dal suo autore ad un “*untrue statement*” (29); e così si è giunti a sostenere che un investitore, il quale abbia accumulato una posizione “corta” su

(27) V. in argomento J. MITTS (2019), p. 6 ss.; J.C. COFFEE-J. MITTS (2019); P. MOLK-F. PARTNOY (2022), p. 1 ss.

(28) Non vi è spazio per approfondire in questa sede il rapporto tra esigenze di repressione degli abusi di mercato e libertà di espressione. Si aggiunge in effetti un tassello importante al delicato rapporto fra tutela costituzionale della libertà di espressione e disciplina degli abusi di mercato. Oltre alla questione dei riflessi potenzialmente manipolativi dell’attività giornalistica (questione oggi in parte regolata dall’art. 21 MAR), il tema è stato portato al vaglio della giurisprudenza europea anche rispetto al rischio di *insider trading* (cfr. CGUE, 15 marzo 2022, causa C-302/20; cfr. M. VENTORUZZO (2022)). Negli Stati Uniti, il conflitto fra manipolazione (non soltanto in ambito finanziario) e tutela dell’autore del fatto sulla base del Primo Emendamento affiora sovente nel dibattito: cfr. R.S. KARMEL (1989), p. 1 ss.; H. NORTON (2021); con specifico riferimento ai temi che ci occupano, cfr. K. LANGVARDT-J.F. TIERNEY (2021-2022), p. 725 ss.; J. MITTS (2019), p. 27.

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

un certo titolo e usi i *social media* per segnalare la sopravvalutazione di tale titolo, debba essere sanzionato qualora, poco dopo, chiuda la propria posizione o ne inverta il segno: ciò infatti dimostrerebbe (in via indiziaria) che l'autore ritiene temporaneo l'effetto ribassista innescato dalla sua dichiarazione sul corso del titolo e, anzi, paventa una risalita dei prezzi; *dunque* – così si argomenta negli USA, con indubbia forzatura rispetto a una rigorosa applicazione del principio di legalità – lo stesso autore riterrebbe inaffidabile e non genuina l'opinione da lui stesso espressa ⁽³⁰⁾.

Rispetto alla fattispecie in esame, il quadro europeo beneficia di una più precisa codificazione dei comportamenti. In particolare, l'art. 12.2(d) MAR stabilisce una presunzione di manipolazione “tagliata” sul problema delle valutazioni ⁽³¹⁾. È infatti sanzionato il comportamento di chi trae

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

⁽³⁰⁾ Cfr. al riguardo J. MITTS (2019), p. 14 ss.; J.C. COFFEE-J. MITTS (2019). In argomento, viene in rilievo anche un risalente orientamento della SEC, proprio in tema di manipolazione, la quale così si è espressa: «one who accumulates at rising prices and sells out at prices created by his buying efforts will be presumed to have raised prices for the purpose of inducing others to buy» (*In the Matter of Hasley, Stuart*, Exchange Act Release No. 4310, 1949 WL 36458 (Sept. 21, 1949)). Coerente con tale assunto è la decisione della SEC nel caso *Lidingo*: un *trader* aveva “postato” su Seeking Alpha un commento entusiastico su un certo emittente, ma aveva venduto le azioni il giorno dopo. L'autorità ha ritenuto manipolativa la mancata *disclosure* di tale vendita. Cfr. Complaint, SEC v. Lidingo Holdings, No. 17-CV-02540 (S.D.N.Y. Apr. 10, 2017).

⁽³¹⁾ È peraltro evidente che tali “presunzioni” (nel caso di specie, parrebbe perfino assolute) possono vincolare il giudice in sede civile (si pensi a un'azione risarcitoria derivante da condotta manipolativa) e forse sanzionatoria-amministrativa (stante il fatto che l'art. 187-ter TUF colpisce la violazione del divieto di manipolazione di cui all'art. 15 MAR, che a sua volta si ricollega alla descrizione delle fattispecie contenute nell'art. 12 MAR (cfr. in argomento FR. D'ALESSANDRO (2020), p. 2231 s.), ma non penale, dato che né l'art. 185 TUF né l'art. 5 MAD 2 richiamano le fattispecie “di dettaglio” che il MAR qualifica come *ex se* illecite (in questo senso, rammentando «il non flessibile canone della legalità», FR. MUCCIARELLI (2012), p. 2400 s.).

A questa previsione sul c.d. *scalping* si affianca quella, di portata generale, che considera manipolativa qualsiasi «operazione [...] o qualsiasi altra attività o condotta che incida, o sia probabile che incida, sul prezzo di uno o più strumenti finanziari [...] utilizzando artifici o qualsiasi altra forma di raggio o espediente» (art. 12.1(c) MAR). Uno degli “indicatori” di manipolazione di cui «tenere conto» in tale contesto è

«se vengono inoltrati ordini di compravendita o avviate operazioni [...] prima o dopo che le stesse persone o persone a esse collegate abbiano elaborato o diffuso raccomandazioni di investimento che sono errate o tendenziose o manifestamente influenzate da interessi determinanti» (32).

Si noti l’incastro che scaturisce dalle due norme: l’art. 12.2(d) MAR si disinteressa della “genuinità” dell’opinione espressa, essendo sufficiente, ai fini della sanzione, l’omessa dichiarazione del conflitto di interessi. D’altro canto, per la sanzionabilità ex art. 12.1(b) MAR – come declinato negli “indicatori” di manipolazione – è sufficiente l’esistenza di un conflitto di interessi (dichiarato o no, non importa) se l’opinione espressa costituisce una raccomandazione di investimento, e sempreché, ovviamente, vi sia idoneità all’alterazione dei prezzi di mercato (33)(34).

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

(33) Per altro verso, anche in assenza di conflitto di interessi, la condotta è sanzionabile se la raccomandazione è “errata”. In concreto, è tutt’altro che semplice stabilire quanto ciò possa avvenire, posto che anche la raccomandazione si colloca, in linea di principio, nel campo delle *opinioni* e non in quello dei *fatti*. In dottrina, si è sostenuto che ciò avverrebbe quando la raccomandazione sia «not ... compiled with the necessary expertise, care and diligence» (cfr. R. VEIL (2022), p. 517).

(34) Oltre agli aspetti manipolativi sono da considerare quelli relativi a un possibile abuso di informazioni privilegiate. Il tema esula da questa trattazione e si rinvia, al riguardo, a R. VEIL (2022), p. 517, il quale cita una giurisprudenza del BGH (6 November 2003 – 1 StR 24/03, BGHSt 48 (2003), 373) secondo cui le opinioni dello *scalper*, poiché autogenerate, non costituiscono informazione privilegiata. Si tratta di orientamento evidentemente non conciliabile con quello della giurisprudenza italiana sul c.d. *insider* di se stesso (su cui v. per tutti S. SEMINARA (2020), p. 2158 ss.). Ipotizzando un concorso di illeciti (*insider trading* e manipolazione), sorge la questione di stabilire se il tenore specifico dell’art. 12.2(d) MAR

Le autorità europee beneficiano di un sistema di *disclosure* granulare che può facilitare l'*enforcement* nella repressione dei comportamenti qui esaminati. Va richiamato, infatti, l'obbligo, previsto dal regolamento europeo sulle vendite allo scoperto (n. 236/2012), di dichiarare all'autorità nazionale competente le posizioni corte nette che eccedono lo 0,2% del valore del capitale di un emittente (e, superata tale soglia, ogni successivo 0,1%)(³⁵).

(ii) Raccomandazioni in materia di investimenti

Uscendo dal campo degli illeciti, altro filone è quello delle raccomandazioni in materia di investimenti, la cui disciplina è parte dell'impianto *market abuse* proprio per il potenziale di interferenza che le raccomandazioni hanno con l'integrità del mercato (³⁶).

È significativo che, in tale contesto, rilevino *opinioni* (e non fatti), nella forma qualificata di «informazioni [...] intese a raccomandare o consigliare [...] una strategia di investimento in merito a uno o più strumenti finanziari o emittenti», quando «destinate ai canali di distribuzione o al pubblico» (cfr. art. 3.1, n. 35, MAR)(³⁷). Inoltre, la raccomandazione può essere «esplicita o implicita», ciò che apre la via a un vasto insieme di comunicazioni destinate ai *social media*.

Certamente vengono qui in gioco, quali potenziali "emittenti" di raccomandazioni, i *finfluencers*, così come i *traders* che mostrano ai loro seguaci sulle piattaforme le proprie strategie di investimento (³⁸). Peraltro, le regole

consenta di affermare la prevalenza della fattispecie manipolativa rispetto a quella dell'abuso di informazioni privilegiate in base al principio di specialità.

(³⁵) Art. 5.1.2 del Regolamento (UE) n. 236/2012 (c.d. *Short Selling Regulation* o SSR). Le posizioni nette che eccedono lo 0,5% del capitale devono essere dichiarate al pubblico.

(³⁶) Cfr. il considerando n. 63 del MAR.

(³⁷) Secondo l'ESMA, presupposto della raccomandazione è che essa sia idonea a raggiungere un "ampio numero di persone" (ESMA, *Technical advice on possible delegated acts concerning the Market Abuse Regulation*, 3 febbraio 2015, ESMA/2015/224), § 340 ss. Ciò costituisce il discrimine rispetto alle raccomandazioni prestate nell'ambito del servizio di consulenza in materia di investimenti: v. *infra*, par. 4.2.

(³⁸) Nell'interpretazione della Consob, le "*trading ideas*" sono forme di raccomandazione implicita: cfr. *Raccomandazioni di investimento, Linee Guida*, n. 2/2017, § 2.3.4.

MAR sono concepite guardando al ruolo degli analisti e dei produttori *professionali* di ricerca finanziaria, mentre paiono poco adatte a disciplinare il fenomeno di *leaders* autodidatti o investitori non professionisti che dispendano le loro strategie o pubblicizzano le loro operazioni. Invero, le tutele più significative per gli investitori *retail* ⁽³⁹⁾ entrano in gioco in caso di raccomandazioni emesse da soggetti qualificati (gli analisti indipendenti, le imprese di investimento, altri professionisti)⁽⁴⁰⁾ e dai c.d. esperti: solo costoro sono tenuti a dichiarare le posizioni lunghe o corte assunte sul capitale dell'emittente interessato dalla raccomandazione ⁽⁴¹⁾.

Ora, «esperto» è chi «propone ripetutamente decisioni di investimento in relazione a strumenti finanziari» e (i) «*si presenta* come dotato di competenza o esperienza finanziaria» e (ii) «*presenta* la raccomandazione in modo tale da indurre gli altri a ritenere ragionevolmente che possieda competenza o esperienza finanziaria» ⁽⁴²⁾. I *finfluencers* ricadono evidentemente in questa categoria ⁽⁴³⁾. Tuttavia, le esenzioni e semplificazioni procedurali attualmente previste da questa disciplina ne riducono la portata in modo significativo proprio nell'ambito che qui interessa. Ad esempio, se la *disclosure* dovuta a tutela degli investitori risulta “*sproporzionata rispetto alla lun-*

⁽³⁹⁾ Segnatamente, fra l'altro, l'obbligo di dichiarare le «ipotesi di fondo» applicate per valutare lo strumento finanziario, di offrire una «spiegazione adeguata del significato di ogni raccomandazione formulata», nonché appropriate segnalazioni di rischio e *sensitivity analyses* (art. 4 del Regolamento delegato (UE) 2016/958 della Commissione del 9 marzo 2016, attuativo del MAR in tema di raccomandazioni in materia di investimento).

⁽⁴⁰⁾ Art. 3.1(34)(i) MAR.

⁽⁴¹⁾ Art. 6 Regolamento (UE) 2016/958. Diversamente, opera la soglia generale dello 0,5%, già sopra ricordata, in base al regolamento sulle vendite allo scoperto. Se invece la raccomandazione è emessa da un “non esperto”, si applicano solo generali doveri di comportamento (art. 3.1 Reg. cit.), unitamente all'obbligo di dichiarare «qualsiasi rapporto o circostanza che è ragionevole attendersi possa comprometter[e] la correttezza della raccomandazione» (art. 5.1).

⁽⁴²⁾ Art. 1(a) del Regolamento (EU) 2016/958.

⁽⁴³⁾ Si noti che il *considerando* n. 2 del Regolamento (UE) 2016/958 attribuisce rilievo – ai fini della qualificazione di “esperto” – all'«eventualità che le passate raccomandazioni dell'esperto siano state rilanciate da terzi, ad esempio dai media».

ghezza o alla forma della raccomandazione” (come avviene nel caso di raccomandazione non scritta diffusa via Internet), è sufficiente indicare il luogo (virtuale) dove le relative informazioni sono accessibili ⁽⁴⁴⁾. Il che può evidentemente tradursi in una non-tutela se si pensa alle raccomandazioni diffuse su video YouTube, nei *pop-ups* di una piattaforma di *trading*, o nei consigli diffusi in una *chatbot* in rete. Anzi, è facile verificare empiricamente come, di norma, nessun riferimento di questo tipo sia normalmente reperibile in questi contesti, per non dire delle raccomandazioni diffuse sotto pseudonimo, dove può essere impossibile, per il pubblico, risalire all'autore.

Un altro aspetto riguarda il ruolo di coloro che gestiscono il luogo virtuale dove sono veicolati agli utenti i contenuti qualificabili come raccomandazioni di investimento. Nel quadro MAR, chi diffonde raccomandazioni prodotte da terzi deve fornire informazioni addizionali, ad esempio, sui conflitti di interesse ⁽⁴⁵⁾. Ora, non è chiaro se il gestore della piattaforma sia soggetto all'obbligo in questione. Propenderei per la risposta affermativa, specialmente là dove la piattaforma opera con filtri o algoritmi che agiscono all'atto della presentazione dei contenuti al singolo utente ⁽⁴⁶⁾. Eppure, tale interpretazione non pare riflessa nella prassi delle piattaforme che operano in Europa, dove è anzi normale rinvenire contenuti diffusi sotto *nickname* o pseudonimo.

⁽⁴⁴⁾ Cfr. artt. 3.2, 6.4 e 10.2 del Regolamento (EU) 2016/958.

⁽⁴⁵⁾ Artt. 8-10 del Regolamento (EU) 2016/958.

⁽⁴⁶⁾ Sul punto tornerò più diffusamente al par. 4.2.

3.3. Possibili strategie di intervento

3.3.1. Inadeguatezza dell'assetto regolatorio attuale

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

Constatata l'evidente insufficienza della spontanea regolazione dei privati (cfr. par. 3.1), occorre tenere conto di tre aspetti. In primo luogo, i dati empirici suggeriscono che, specialmente nel caso dei titoli azionari più bersagliati dagli investitori *retail* (i "*meme stock*"), i movimenti di prezzo e i "rendimenti anomali" appaiono compatibili con ipotesi di manipolazione, piuttosto che con meri meccanismi imitativi fra *traders* ⁽⁴⁷⁾. Peraltro, le strategie di contrasto alla manipolazione devono fare i conti con una elevata frammentazione delle condotte e la loro bassa *magnitudo* individuale. Ciò mette in discussione l'efficacia dell'apparato regolatorio attuale, che è basato – come si è visto – sulla tutela penale o sanzionatoria-amministrativa e dunque interviene *ex post*, nella forma della repressione dell'illecito, con le note difficoltà di *enforcement*. Senza contare che – come visto al par. 3.2 – la disciplina sugli abusi si limita a colpire, a macchia di leopardo, solo alcuni epifenomeni (ad es. lo *scalping*), ma non raggiunge (né potrebbe, per sua natura e funzione), l'interazione più profonda fra comunicazione finanziaria, comportamenti degli investitori *retail* e formazione dei prezzi (par. 2.). E ancora, nei contesti in esame, può essere difficile distinguere (o contemperare) libera espressione di opinioni, induzione al *trading* e offesa all'integrità del mercato.

In secondo luogo, al di fuori delle ipotesi di manipolazione, occorre tenere conto degli impatti sul funzionamento del mercato indotti dalla tendenza degli investitori *retail* a operare secondo *schemi imitativi*. A livello

⁽⁴⁷⁾ Cfr. lo studio di T. RENAULT (2018). L'importanza del contrasto alla manipolazione nel contesto del *trading* "gamificato" è segnalata da S. GUAN (2023), p. 48 ss.

“macro”, si pone la questione del c.d. *overtrading* e delle modalità con cui i gestori delle piattaforme gestiscono e indirizzano gli ordini di negoziazione ad altri intermediari ⁽⁴⁸⁾. A livello “micro”, si tratta di verificare se le modalità con cui l’informazione raggiunge il singolo *trader* non si traducano in un sostanziale attentato alla corretta formazione della sua decisione di investimento. Qui si è visto che, anche dove la disciplina sulle raccomandazioni di investimento “intercetta” il problema (es.: identificazione del ruolo dell’“esperto” nelle raccomandazioni in materia di investimento), essa non offre tutele e rimedi rispondenti all’evoluzione tecnologica.

In terzo luogo, è importante tenere presente il ruolo degli *intermediari* che operano nel contesto in esame. Secondo una narrazione tanto comune quanto illusoria, gli investitori *retail* opererebbero oggi in un ambiente “disintermediato”. In verità, come si è visto, i gestori dei luoghi virtuali del *trading* sono in una posizione di potenziale controllo sull’informazione accessibile ai loro utenti. Il che ne evidenzia il ruolo di *gatekeepers* da valorizzare per l’attuazione di strategie regolatorie adeguate ai nuovi fenomeni.

3.3.2. *Ipotesi di evoluzione della disciplina*

(i) Termini e condizioni di accesso a portali e *forum*

Come accennato in precedenza, alcune condizioni generali di contratto nei portali e *forum* già prevedono il dovere, a carico di chi diffonde contenuti (si pensi alla pubblicazione di un *post* di commento sulle prospettive di un certo titolo, alla pubblicizzazione di un portafoglio di investimento modello, o all’indicazione di strumenti finanziari ritenuti adatti per certe categorie di investitori), di dichiarare eventuali posizioni di investi-

⁽⁴⁸⁾ Vengono qui in rilievo le ipotesi di ripensamento del dovere di *best execution* e delle strutture “PFOF” cui ho fatto in precedenza riferimento: cfr. nt. 9 e testo corrispondente.

mento, attuali o prospettive, sui titoli, nonché l'esistenza di relazioni economiche o professionali con i gli emittenti ⁽⁴⁹⁾. *De iure condendo*, tali forme di trasparenza potrebbero essere rese obbligatorie, quali clausole imposte che integrano di diritto il contenuto del contratto fra il gestore della piattaforma e l'utente (art. 1339 c.c.).

La *disclosure* in questione - da applicarsi indipendentemente dalla qualificazione del contenuto da pubblicare come raccomandazione in materia di investimento ai fini MAR - potrebbe essere di tenore più conciso rispetto a quanto previsto dalle norme europee per le raccomandazioni diffuse da "esperti", così da essere più adeguata al *medium* ⁽⁵⁰⁾. Il gestore della piattaforma avrebbe quindi il dovere - oggi assolvibile con gli strumenti dell'intelligenza artificiale - di elaborare e presentare alla generalità degli utenti le informazioni fornite in una forma adatta al *layout* della piattaforma: si pensi a un'avvertenza, con grafica adeguata, nel momento in cui un utente visualizza il contenuto messo a disposizione (le *digital engagement practices* ⁽⁵¹⁾ possono essere, qui, parte della soluzione)⁽⁵²⁾.

(ii) Vigilanza dei gestori

⁽⁴⁹⁾ Cfr. *supra*, note 18 ss. e testo corrispondente.

⁽⁵⁰⁾ Ad esempio, si potrebbe richiedere all'autore una sintetica indicazione circa l'esistenza di una posizione di investimento sul titolo interessato dalla sua dichiarazione, nonché di relazioni/incentivi monetari o non monetari con l'emittente o con sue parti strettamente correlate. Si può ipotizzare un meccanismo che impedisca il caricamento di contenuti sul portale/forum/piattaforma se non sia stato completato un questionario propedeutico alla *disclosure* in questione. Inoltre, potrebbe prevedersi un dovere di aggiornamento a carico di chi abbia effettuato una *disclosure*.

⁽⁵¹⁾ Cfr. *supra*, par. 1.

⁽⁵²⁾ Si potrebbe obiettare che una tale soluzione è difficilmente praticabile perché su qualsiasi sito, piattaforma o *social network* è possibile "caricare" contenuti di tipo finanziario, sicché sarebbero posti oneri su un numero indeterminato di gestori. Peraltro, al di là del fatto che *già oggi* la disciplina delle raccomandazioni in materia di investimento è di applicazione generale (nel senso che prescinde dal *medium* attraverso il quale la raccomandazione è diffusa), va ricordato che gli strumenti di intelligenza artificiale disponibili a tali gestori consentirebbero di intercettare, efficacemente e a costi relativamente ridotti, la circolazione di informazioni sensibili in materia finanziaria, così come avviene in numerosi altri settori ritenuti "a rischio" per l'utenza. Per un sistema graduale e per possibili esenzioni, si v. comunque *infra, sub* (c).

Si potrebbe ipotizzare di introdurre un dovere di monitoraggio in capo a coloro che gestiscono i luoghi virtuali su cui l'informazione viene diffusa; ciò, tuttavia, in termini circoscritti e funzionali al supporto alle autorità di vigilanza (in una logica di *gatekeeping*), così da evitare doveri generalizzati di "sorveglianza" in capo a qualsiasi gestore di piattaforma (che non è detto operi come impresa di investimento).

Anzitutto, a tali soggetti potrebbe essere richiesto di vigilare sul rispetto delle loro stesse condizioni generali di contratto, escludendo dall'utilizzo della piattaforma gli autori di contenuti che non vi si conformino (v. sopra, *sub (i)*).

In secondo luogo, ai gestori potrebbe essere richiesto di identificare e segnalare all'autorità di vigilanza situazioni di criticità nel rapporto fra contenuti pubblicati e posizioni di *trading* o conflitti di interesse: parametri e soglie di rilevanza potrebbero essere stabiliti a livello regolamentare (si pensi all'entità delle posizioni di investimento dichiarate, o alla rilevanza dell'autore, ad es. per numero di *followers*). Tale dovere di segnalazione consentirebbe di anticipare l'intervento dell'autorità nel momento in cui l'informazione "problematica" viene diffusa, là dove, invece, in presenza di micro-manipolazioni seguite da *herd behavior*, le autorità sono rese edotte della criticità dei contenuti diffusi quando gli stessi sono ormai riflessi nei prezzi degli strumenti finanziari interessati ⁽⁵³⁾.

(iii) Opt-in

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

⁽⁵³⁾ La soluzione ipotizzata appare coerente con il quadro di *enforcement* già oggi disponibile alle autorità di vigilanza nel quadro della disciplina sugli abusi di mercato, in considerazione dei pervasivi poteri investigativi di cui esse dispongono nei confronti di *qualsiasi* soggetto informato sui fatti, anche quando non vigilato nell'ambito della disciplina dei mercati finanziari: cfr. art. 23 MAR e art. 187-*octies*, comma 3, TUF.

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

Lo sviluppo di *sandboxes* avrebbe effetti equivalenti, seguendo il modello di legislazione pilota sperimentato, ad esempio, in materia di infrastrutture di mercato basate su tecnologia *blockchain* ⁽⁵⁴⁾.

(iv) Implicazioni derivanti dalla disciplina dei servizi di investimento

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

L’interferenza tra algoritmi e regole di comportamento delle imprese di investimento fa sorgere interrogativi. In particolare, ci si può chiedere se la selezione e il riordino di opinioni, commenti e raccomandazioni possa essere interpretato come servizio di investimento (consulenza) nel quadro della disciplina MiFID. Vi è poi da chiedersi se “ospitare” nel proprio portale raccomandazioni di terzi in relazione a certi strumenti finanziari sia

⁽⁵⁴⁾ Cfr. Regolamento (UE) 2022/858 del 30 maggio 2022. Lo studio delle evidenze derivanti da una fase di applicazione sperimentale potrebbe portare a verificare i presupposti per l’adozione di una disciplina di universale applicazione. V. anche, per un cenno in dottrina, S. GUAN (2023), p. 56.

coerente con la normativa sul governo di prodotto (cfr. art. 21, commi 2-*bis* e 2-*ter*, TUF)⁽⁵⁵⁾.

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

4. Copy trading: il fenomeno

Il *copy trading* (di poi, “CT”) è definibile come un servizio mirato alla movimentazione degli investimenti di un cliente replicando l’operatività di un altro *trader* ⁽⁵⁶⁾. Seguendo la terminologia utilizzata nel dibattito sul tema, mi riferirò a tale *trader* come al “*copied trader*” e alle sue operazioni – replicate da o per un cliente – come ai “segnali di *trading*” (*trading signals*).

Il CT può assumere forme diverse, e così gli schemi contrattuali mediante i quali il servizio viene prestato. Una prima modalità (chiamata anche “*mirror trading*” o “*auto-trading*”) consiste nel replicare automaticamente, sul portafoglio di un cliente, la globale operatività del *copied trader*, senza (o con limitato) controllo da parte del cliente stesso, il quale normalmente si limita a fissare soglie protettive di “*stop loss*” o di ricorso alla leva finanziaria, riservandosi al più la facoltà di dare specifiche istruzioni su singole operazioni ⁽⁵⁷⁾. Questa versione del CT richiede l’intervento di un intermediario finanziario, incaricato di eseguire su base continua le operazioni imitate.

⁽⁵⁵⁾ Si tratta di un tema rilevante anche nell’ottica della proposta di Direttiva Omnibus, là dove s’intende richiedere agli intermediari “produttori” di configurare la strategia di distribuzione degli strumenti finanziari in relazione alle modalità di commercializzazione: cfr. art. 24, par. 5c, MiFID II, come modificato secondo la proposta.

⁽⁵⁶⁾ La ricognizione più completa di pratiche di CT è offerta da ESMA, *Supervisory Briefing on supervisory expectations in relation to firms offering copy trading services*, 30 marzo 2023, ESMA35-42-1428 (di seguito, ESMA 2023). La letteratura giuridica è invece scarsa: v. comunque, per alcuni cenni, J.E. FISCH (2022), p. 1820; S. GUAN (2022), p. 2066 ss.

⁽⁵⁷⁾ Una descrizione e regolamentazione contrattuale di tale servizio è contenuta, ad es., nelle condizioni generali di contratto di e-Toro, *Terms and Conditions – Europe* (2022), *Schedule E*.

Una seconda forma di CT è più elementare. Si offre al cliente l'opportunità di imitare una o più *specifiche* operazioni provenienti da un *trader* terzo. Nel seguito mi soffermerò principalmente su tale forma di CT, che ritengo più problematica dal punto di vista normativo e di *policy*. Invero, questo CT "episodico" richiede un intervento meno invasivo da parte dell'intermediario finanziario: il cliente, infatti, si rivolge all'intermediario esclusivamente per eseguire *singoli trades* da imitare, come selezionati dal cliente stesso. Peraltro, nel contesto digitalizzato di una piattaforma di *trading*, può avvenire che la rappresentazione delle operazioni "da imitare" nel *feed* di un utente-investitore venga a dipendere dalle sue preferenze e dal suo profilo di investimento. In tali casi, l'intermediario gestore della piattaforma non si limita all'esecuzione degli *copied trades* impartiti, ma opera preventivamente una profilazione del cliente.

Vi sono diversi livelli di interazione tra la piattaforma e il *copied trader* ⁽⁵⁸⁾. A un livello "zero", il *copied trader* opera *al di fuori* del circuito gestito dall'intermediario finanziario (es. la piattaforma); l'investitore importa dunque "manualmente" le operazioni sul suo *trading book*, impartendo al gestore l'ordine di eseguirle. Quest'ultimo rimane completamente "passivo" rispetto al fenomeno di imitazione. In alternativa, il *copied trader* può essere a sua volta utente della piattaforma, segnalando le sue operazioni all'interno della stessa.

In questo caso, occorre verificare il livello di collaborazione tra il gestore della piattaforma (impresa di investimento) e il *copied trader*. Quest'ultimo può essere un dipendente o mandatario dell'impresa stessa, nel qual caso può affermarsi che sia quest'ultima a offrire "idee di *trading*" ai suoi clienti. In altre situazioni, il *copied trader* agisce in modo indipendente, ma sulla base di un contratto con l'intermediario. La remunerazione prevista

⁽⁵⁸⁾ Cfr. altresì ESMA 2023, §§ 16-23.

dal contratto costituisce certamente un “incentivo”⁽⁵⁹⁾, ma vi è da chiedersi quale sia il ruolo dell’intermediario che raggruppa i segnali di *trading* e li mette a disposizione dei suoi clienti.

Esistono poi ulteriori “varianti”, come quella che vede una non coincidenza tra l’impresa di investimento che fornisce il servizio di CT e quella che esegue gli ordini⁽⁶⁰⁾.

4.1. *Stato dell’arte*

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

In particolare, nei propri Q&A sulla (prima) direttiva MiFID, l’ESMA si è soffermata sulla fattispecie che sopra ho definito di “*mirror trading*”: poiché, in tale situazione, l’impresa di investimento che fornisce il servizio esegue in via automatica segnali di *trading* di terzi senza alcun intervento del cliente, l’autorità ha ricondotto tale servizio alla gestione di portafogli. Ciò comporta, sul piano delle norme di comportamento, che il servizio è soggetto alla regola di adeguatezza, con quanto ne discende in termini di obblighi di valutazione da riferire anche agli obiettivi di investimento del cliente⁽⁶¹⁾.

⁽⁵⁹⁾ Ai sensi dell’art. 24 MiFID II e, nel diritto interno, degli artt. 52 ss. del Regolamento Consob n. 20307/2018 (c.d. Regolamento Intermediari). V. in argomento ESMA 2023, § 63.

⁽⁶⁰⁾ ESMA (2023), § 19.

⁽⁶¹⁾ Il riferimento è oggi all’art. 25.2 della MiFID II, nonché all’art. 54 del Regolamento Delegato della Commissione (EU) 2017/565 del 25 aprile 2016 (di seguito, “Regolamento Delegato MiFID”). Ai sensi del primo paragrafo di tale ultima norma, «[q]uando i servizi di consulenza in materia di investimenti o di gestione del portafoglio sono prestati [...] attraverso un sistema automatizzato o semiautomatizzato, la responsabilità di eseguire la valutazione dell’adeguatezza compete all’impresa di investimento che presta il servizio e non è ridotta dal fatto di utilizzare un sistema elettronico per formulare la raccomandazione personalizzata». L’ESMA ha altresì precisato che la classificazione del servizio come gestorio non viene meno neppure quando il cliente – come è comune nelle fattispecie in esame – prestabilisce parametri di “*stop loss*” che vincolano l’attività dell’intermediario. Cfr. ESMA, Q&A 2012, § 9.

L'indicazione dell'ESMA era stata meno puntuale in relazione ai servizi di CT in cui non vi è automatica esecuzione di segnali di terzi. L'autorità precisava che, in caso di decisioni di investimento assunte dal cliente (e non dall'intermediario), potrebbero venire in rilievo altri servizi di investimento, come la consulenza e la ricezione e trasmissione di ordini (RTO)⁽⁶²⁾.

Le condizioni generali di contratto delle principali piattaforme di *trading* che operano in Europa tengono conto dell'interpretazione dell'ESMA, sicché, là dove offerto, il servizio di "*mirror trading*" è normalmente qualificato come servizio di gestione di portafogli ed è previsto il *test* di adeguatezza. Per quanto riguarda, invece, il CT eseguito su base episodica, si constata come venga esclusa espressamente la prestazione di un servizio di consulenza. Anzi, i gestori delle piattaforme rimarcano l'esclusiva responsabilità del cliente nella singola decisione di investimento, sia pure sulla base di informazioni veicolate dall'intermediario ⁽⁶³⁾.

A fine marzo 2023, l'ESMA è nuovamente intervenuta con l'obiettivo di esprimersi su tutte le forme di CT, affrontandone i diversi profili rilevanti (informazioni al cliente, *governance* di prodotto, adeguatezza e appropriatezza, remunerazione dell'intermediario e *inducements*)⁽⁶⁴⁾. La precedente posizione sul "*mirror trading*" è stata confermata, mentre le novità riguardano il CT "episodico". L'ESMA riconosce che, se un cliente "importa" sulla piattaforma segnali di *trading* veicolati, ad esempio, attraverso i *social media*, l'attività dell'intermediario gestore si limita, passivamente, all'esecuzione o alla ricezione/trasmissione dei relativi ordini dei clienti, in modalità "*execution only*". Invece, se l'intermediario intrattiene un «(direct) link» con il

⁽⁶²⁾ *Ibid.* La posizione dell'ESMA è stata fatta propria da alcune autorità di vigilanza nazionali, tra cui la Consob: cfr. la comunicazione DIS/DIN/DTC/12062946 del 26 luglio 2012.

⁽⁶³⁾ Cfr. ancora e-Toro, *Terms and Conditions – Europe (2022)*, *Schedule E*, Art. 5.

⁽⁶⁴⁾ ESMA 2023, §§ 9-10. Si tratta di documento non vincolante per gli operatori, con il fine di promuovere, tra le autorità di vigilanza nazionali, «common supervisory approaches and practices». Viene confermato il precedente orientamento del 2012.

copied trader, la prestazione di un servizio puramente esecutivo viene giudicata «improbabile». L'autorità sembra qui suggerire la presunzione che, se vi è una relazione contrattuale tra *copied trader* e intermediario gestore della piattaforma di scambio, allora quest'ultimo stia promuovendo i suoi *trading signals* nell'ambito di una più ampia "offerta" ai clienti: ciò che ci allontana dall'area dei servizi di mera *execution*, dove è possibile disapplicare gran parte delle norme di tutela per la verifica della situazione individuale del cliente al dettaglio.

Ciò che l'ESMA non precisa (rinviando a un'analisi caso per caso)⁽⁶⁵⁾ è se la "raccolta" di segnali di *trading* e la loro proposta attraverso un portale integri una raccomandazione *personalizzata* al cliente con riferimento a operazioni su strumenti finanziari, cioè una consulenza in materia di investimenti ⁽⁶⁶⁾. Se così fosse - com'è nel caso del *mirror trading* - ne scaturirebbe l'applicazione del *test* di adeguatezza e, soprattutto, il dovere dell'intermediario di astenersi dal raccomandare operazioni non adeguate per il singolo cliente al dettaglio ⁽⁶⁷⁾. L'autorità evita di formulare esempi precisi: l'unico, ma dal tenore in realtà poco concreto, riguarda la situazione in cui i clienti "copianti" siano destinatari di «messaggi contenenti raccomandazioni relative a specifiche decisioni di investimento o strumenti finanziari» ⁽⁶⁸⁾.

⁽⁶⁵⁾ ESMA 2023, §§ 29 e 35.

⁽⁶⁶⁾ Cfr. artt. 1.1(4) MiFID II e 1, comma 5-*septies*, TUF. È appena il caso di ricordare i due elementi chiave che caratterizzano il servizio in questione: (i) la natura personalizzata della raccomandazione (che è presentata come idonea per il destinatario o si basa sulla considerazione delle sue caratteristiche) e (ii) la specificità dell'operazione cui si riferisce. Per contro, una raccomandazione rivolta al pubblico non è «personalizzata». Cfr. art. 9 del Regolamento Delegato MiFID.

⁽⁶⁷⁾ Cfr. art. 54.10 del Regolamento delegato MiFID.

⁽⁶⁸⁾ Cfr. ESMA 2023, nelle "domande" al termine della Sezione 2.2. Un aspetto sul quale il documento dell'ESMA si sofferma diffusamente riguarda la distinzione tra gestione di portafoglio e consulenza. In continuità con l'orientamento già espresso nel 2012, l'ESMA ha precisato che la previsione di un diritto del cliente di impartire istruzioni all'intermediario (nella forma di *stop loss* o chiusura di posizioni aperte) non esclude la configurabilità di un servizio di gestione di portafogli (§ 33), come anche nel caso in cui il cliente disponga di un margine di tempo per modificare o cancellare l'operazione che, altrimenti, si esegue in via automatica (Sezione 2.2, *in fine*).

A mio giudizio, la questione – concettuale e non solo applicativa – della prestazione, nell’ambito del CT, di un servizio “a valore aggiunto”, quale (teoricamente) è la consulenza, riveste un’importanza centrale per inquadrare la relazione intermediario-cliente *retail* nel contesto attuale.

Il punto è che, il CT e i consimili servizi offerti sulle moderne piattaforme di *trading* hanno struttura diversa rispetto alla consulenza codificata nella MiFID. Il *copied trader*, che – se del caso, remunerato – fornisce i suoi segnali attraverso un portale di *online trading*, non “vede” gli utenti che ne sono destinatari e, quindi, per definizione, non “personalizza” la propria raccomandazione. Al più il segnale di *trading* può considerarsi una raccomandazione in materia di investimento *in incertam personam*, secondo la disciplina degli abusi di mercato.

Potrebbe allora essere l’intermediario a porsi come consulente del cliente che accede al suo portale. Sennonché, in prima analisi, non pare configurarsi come consulenza l’attività di chi si limiti a *ospitare* sulla propria piattaforma raccomandazioni (non personalizzate) di terzi: si tratta in effetti di attività analoga a quella di chi diffonde presso il pubblico una raccomandazione di investimento, ciò che in passato si è escluso costituire servizio di consulenza ⁽⁶⁹⁾.

Il quadro, però, si complica qualora l’intermediario utilizzi un algoritmo che *seleziona* i segnali di *trading* in modo tale da adattarli alle preferenze del singolo investitore. Tale attività di “profilazione”, infatti, facilita l’abbinamento fra il segnale e la «considerazione delle caratteristiche»

⁽⁶⁹⁾ In passato, nel quadro della direttiva MiFID I, era esclusa dal perimetro della consulenza la diffusione di raccomandazioni esclusivamente tramite canali distributivi (cfr. art. 52 della Direttiva 2006/73/CE). La MiFID II ha eliminato tale esenzione espressa (art. 9, nonché *considerando* 14 del Regolamento Delegato MiFID), ma è difficile giungere a sostenere che una raccomandazione di *trading* non personalizzata e veicolata su piattaforma venga a costituire consulenza solo perché il cliente la percepisce come tale. V. già in argomento l’opinione del Committee of European Securities Regulators (CESR), *Understanding the definition of advice under MiFID. Questions & Answers*, 19 aprile 2010, CESR/10-293, §§ 60-67.

dell'investitore in questione ⁽⁷⁰⁾. Si può allora avanzare l'ipotesi che, fra chi genera il segnale di *trading* (il *copied trader*) e chi lo "personalizza" (l'intermediario), sia quest'ultimo a prestare una consulenza. Si tratta peraltro di una fattispecie problematica, specialmente quando non vi sia una relazione commerciale tra il *copied trader* e l'intermediario, e il segnale di *trading* venga presentato come *informazione* all'utente e non già come *servizio* ⁽⁷¹⁾. Nella logica della MiFID, esiste invero una distinzione tra "informazione" e "raccomandazione". "Filtrare" l'informazione che giunge al cliente non significa necessariamente trasformarla in una raccomandazione di investimento attribuibile all'intermediario ⁽⁷²⁾; e ciò, a maggiore ragione, se quest'ultimo espressamente ne escluda tale natura ⁽⁷³⁾. L'attuale ricostruzione del CT lascia dunque adito a significative incertezze interpretative.

⁽⁷⁰⁾ Art. 9 del Regolamento Delegato MiFID.

⁽⁷¹⁾ Cfr. ancora CESR, *Understanding the definition of advice under MiFID. Questions & Answers*, cit., §§ 14-15.

⁽⁷²⁾ *Ivi*, al § 24: «A critical factor would be whether the process is limited to assisting the person to make his own choice of product which has particular features which the person regards as important: if this is the case then it is unlikely that the process will involve a personal recommendation». Non sfugge, peraltro, che il CESR abbia elaborato questa linea guida in un'era pre-algoritmica. In ambiente "gamificato", messaggi *engaging* - comuni nelle odierne piattaforme - quali «le persone come te farebbero la stessa operazione» oppure «prova questo *trade*» non paiono compatibili con questo assunto.

⁽⁷³⁾ Le incertezze crescono ancora ove si consideri che, nella percezione comune, lo stesso cliente che "copia" il segnale di *trading* non sta rivolgendosi a terzi per consultarsi o verificare se l'operazione in questione sia compatibile con i suoi piani di investimento. In una prospettiva comportamentale, quell'"utente" sta esplorando opportunità offerte da terzi, con la pretesa di valutarne da solo i rischi. Non vi è quindi la pretesa di *affidarsi* a un terzo: né all'intermediario gestore della piattaforma (percepito come mero tramite del segnale di *trading*), né al *copied trader* (di cui "ci si fida", ma da cui non si pretende di ricevere segnali adeguati al proprio profilo); quasi che una *consulenza* qualsivoglia fosse rifiutata in partenza. Quasi superfluo evidenziare le differenze rispetto al caso del *roboadvice*, dove - diversamente dal CT - il cliente deliberatamente si affida alla elaborazione automatizzata dell'impresa di investimento, la quale agisce sulla base di algoritmi che partono dalle informazioni di profilo fornite dal cliente.

4.2. Possibili strategie di intervento

Probabilmente - come Filippo Annunziata ha recentemente osservato ⁽⁷⁴⁾ - la nozione di consulenza tradizionalmente accolta dalla MiFID non è più adatta a catturare i flussi di informazione che proliferano nei contesti digitalizzati, incluso il CT. Si avverte l'esigenza di ripensare il concetto di consulenza e le sue regole: l'Autore citato propone, ad esempio, di introdurre un *test* di "adeguatezza digitale" applicabile a tutti coloro che accedono a canali digitali di informazione finanziaria e investimento ⁽⁷⁵⁾.

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

In aggiunta, la riforma della disciplina degli incentivi contenuta nella proposta di "Direttiva Omnibus" potrebbe complicare non poco la prestazione di servizi di CT, specialmente nei casi in cui vi sia una relazione commerciale tra *copied trader* e intermediario che veicola i segnali. Da un lato, secondo la proposta il pagamento di incentivi (anche non monetari) sarebbe in futuro vietato qualora l'intermediario si limiti a fornire al cliente servizi in modalità *execution only* ⁽⁷⁶⁾. Dall'altro, se viene fornita consulenza, il pa-

⁽⁷⁴⁾ F. ANNUNZIATA (2023), p. 22 ss.

⁽⁷⁵⁾ *Ivi*, p. 23.

⁽⁷⁶⁾ Si veda la proposta di art. 24a.2 nel testo della MiFID II.

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

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

Si è sostenuto che gli intermediari che offrono servizi di CT sarebbero già oggi considerabili alla stregua di “distributori” degli strumenti finanziari oggetto del segnale di *trading*, dal momento che si adoperano per eseguire le operazioni “copiate” (77). Entra qui in gioco il dovere dei distributori di assicurare «che gli strumenti e i servizi che intendono offrire [...] siano compatibili con le esigenze, le caratteristiche e gli obiettivi di un determinato mercato di riferimento e che la strategia di distribuzione sia coerente con tale mercato» (78). Variabili chiave nella definizione del mercato di riferimento (*target market*) sono, per categorie di clienti, la complessità degli strumenti finanziari interessati e il tipo di servizio fornito. Per esempio, nel disegnare il mercato di riferimento di certi strumenti complessi, il distributore potrebbe adottare un approccio più prudente qualora offra servizi puramente esecutivi, impedendo che tali strumenti raggiungano una

(77) Così ritiene l’ESMA (2023), § 49. Si ricorda che, ai sensi dell’art. 16.3 MiFID II, sono intermediari distributori coloro che «offrono o raccomandano» strumenti finanziari, “prodotti” dagli stessi distributori o da altri intermediari (cfr. anche art. 62 Regolamento Intermediari).

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

clientela non sofisticata. Per contro, se i servizi sono *advised* (consulenza, gestione di portafogli), i confini del mercato di riferimento potrebbero essere più ampi, perché il *test* di adeguatezza assicura una forma di controllo più pervasiva ⁽⁷⁹⁾.

Ora, con riferimento al CT, è da ritenere che, già sulla base della legislazione vigente, gli intermediari siano responsabili se, per esempio, consentono a soggetti privi di specifico *track record* (o sulla cui esperienza non è stato possibile raccogliere un numero sufficiente di informazioni) l'accesso a opportunità di *trading* in prodotti rischiosi. In questi casi, l'intermediario che non presti consulenza dovrebbe attentamente rivedere i confini del *target market* degli strumenti finanziari che, suo tramite, sono distribuiti ai clienti mediante il CT ⁽⁸⁰⁾.

Ciò posto, la via del "governo di prodotto" potrebbe essere ulteriormente sviluppata. Ad esempio, le autorità di vigilanza potrebbero specificare, con un intervento regolamentare, che il CT per certe classi di prodotto può essere indirizzato a clienti *retail* privi di esperienza solo subordinatamente alla disponibilità di informazioni sui rischi del prodotto e sulla passata *performance* del *trader* ⁽⁸¹⁾. Inoltre, in caso di ricorso ad algoritmi, all'intermediario potrebbe essere imposto di adeguarli in modo tale da impedire

⁽⁷⁹⁾ Cfr. ESMA, *Guidelines on MiFID II product governance requirements*, 2018, ESMA35-43-620, §§ 43-48.

⁽⁸⁰⁾ L'attenzione nei confronti della definizione del mercato di riferimento è presente nel documento di ESMA (2023), §§ 47-50.

⁽⁸¹⁾ In prospettiva, questo regime di *disclosure* (di cui potrebbe essere onerato lo stesso *copied trader*) si combinerebbe con il nuovo regime contemplato dalla proposta di "Direttiva Omnibus": e ciò, da un lato, per quanto riguarda la definizione della strategia di distribuzione che, secondo la proposta, dovrebbe specificamente soffermarsi sulle tecniche di commercializzazione (art. 1(12) della proposta); e, dall'altro, per quanto riguarda le avvertenze richieste con riferimento agli strumenti finanziari «particolarmente rischiosi» (art. 24, par. 5c, secondo la proposta). Ciò si aggiunge alle misure di *product intervention*, applicate, ad esempio, ai *contracts for difference* (cfr. ESMA, *Notice of ESMA's Product Intervention Decisions on CFDs and binary options*, ESMA35-43-1135, 22 maggio 2018).

che certi strumenti finanziari raggiungano clienti appartenenti al c.d. *target market* negativo.

Sempre *de iure condendo*, un passaggio ulteriore – da valutare sulla scorta di adeguata ricerca empirica – sarebbe quello di prendere atto di una intrinseca pericolosità del CT e, così, di proibire l'esecuzione delle relative operazioni (esecuzione ordini, RTO) in modalità *execution only*. In sostanza, in caso di CT diverrebbe sempre applicabile il *test* di appropriatezza, il cui eventuale esito negativo non sarebbe “bloccante”, ma consentirebbe l'esecuzione dell'operazione su iniziativa del cliente, a seguito di apposita avvertenza ⁽⁸²⁾. Tale soluzione consentirebbe altresì, nell'ottica della Direttiva Omnibus, di rendere il servizio di CT compatibile con la corresponsione di incentivi ai *copyied traders*, seguendo l'attuale tendenza del mercato.

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

* * *

⁽⁸²⁾ Il *test* potrebbe valersi della formula “*enhanced*” prevista nella proposta di riforma dell'art. 25, par. 3, MiFID II, come elaborata nell'art. 1(14) della “Direttiva Omnibus”, si da includere, tra i fattori da considerare, anche la capacità del cliente di sopportare le perdite e la tolleranza al rischio.

Riferimenti bibliografici

AA.VV., *Disclosure, inducements, and suitability rules for retail investors study: final report*, Publications Office of the European Union, data.europa.eu/doi/10.2874/459190 (2023) (c.d. Kantar Report).

AGGARWAL, Dhruv, Albert H. CHOI e Yoon-Ho Alex LEE, *The Meme Stock Frenzy: Origins and Implications*, in corso di pubblicazione su 96 *S. Cal. L. Rev.* (2023), disponibile su https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4432824.

AGGARWAL, Nikita, D. Bondy VALDOVINOS Kaye e Christopher ODINET, *#Fintok and Financial Regulation*, in 54 *Ariz. St. L.J.*, p. 333 (2023).

ALOOSH, Arash, Hyung-Eun CHOI e Samuel OUZAN, *The Tail Wagging the Dog: How Do Meme Stocks Affect Market Efficiency?*, in 87 *Int'l Rev. Econ. Fin.*, p. 68 (2023).

ANDERSON, John P., Jeremy KIDD e George A. MOCSARY, *Social Media, Securities Markets, and the Phenomenon of Expressive Trading*, in 25 *Lewis & Clark L. Rev.*, p. 1223 (2022).

ANGEL, James J., *GameStonk: What Happened and What to Do about It*, Georgetown McDonough School of Business Research Paper No. 3782195 working paper, 2021, www.ssrn.com.

ANNUNZIATA, Filippo, *Retail Investment Strategy. How to boost retail investors' participation in financial markets*, Policy Department for Economic, Scientific and Quality of Life Policies, Directorate-General for Internal Policies, PE 740.090, giugno 2023.

ARMOUR, John, Dan AWREY, Paul DAVIES, Luca ENRIQUES, Jeffrey N. GORDON, Colin MEYER e Jennifer PAYNE, *Principles of Financial Regulation*, Oxford University Press, Oxford (2016).

ARRIGONI, Matteo, *Think Twice, It's All Right. Lessons from the GameStop Saga*, EBI Working Paper Series No. 98, 2021, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3877240 (2021).

BARBARINO, AI, *SEC's Peirce on Crypto Ambitions, GameStop's Lessons*, in *Law360* (2021).

BARBER, Brad M., Zing HUANG, Terrance ODEAN e Christopher SCHWARZ, *Attention-Induced Trading, and Returns; Evidence from Robinhood Users*, in 77 *J. Fin.*, p. 3141 (2022).

BETZER, André e Jan Philipp HARRIES, *How online discussion board activity affects stock trading: the case of GameStop*, in 36 *Financial Markets and Portfolio Management* (2022).

CABLE, Abraham J.B., *Regulating Democratized Investing*, in 83 *Ohio St. L.J.*, p. 671 (2022).

CAI, Guilong, R. David MCLEAN, Tianyu ZHANG e Mengxin ZHAO, *Social Media and Short Sellers*, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3907480 (2022).

CAO, Ann, *China steps up crackdown on financial products promoted on social media, requires industry licence*, January 3, 2022, www.scmp.com.

CHEN, Hailang, Prabuddha DE, Yu HU e Byoung-Hyoun HWANG, *Wisdom of Crowds: The Value of Stock Opinions Transmitted Through Social Media*, in 27 *Rev. Fin. Stud.*, p. 1367 (2014).

CHIU, Iris H-Y, *Social Disruptions in Securities Markets – What Regulatory Response Do We Need?*, in 28 *Rich. J. L. & Tech.*, p. 46 (2021).

CHIU, Victoria e Moin A. YAHYA, *The Meme Stock Paradox*, in 3 *Corp. & Bus. L.J.*, p. 51 (2022).

- COFFEE, John C. Jr. e Joshua MITTS, *Short Selling and the New Market Manipulation*, 18 marzo 2019, <https://clsbluesky.law.columbia.edu/>.
- CUPELLA, Martina, *I mercati finanziari a confronto con nuove tecnologie e Social Media: le prospettive penalistiche dell’Affaire GameStop*, 16 Bocconi Legal Papers, 2021, p. 145 ss.
- D’ALESSANDRO, Francesco, *Il caso GameStop: una tempesta perfetta mette in crisi lo statuto della manipolazione del mercato*, in *Dir. pen. proc.*, p. 1234 (2021).
- D’ALESSANDRO, Francesco, *Market abuse*, in *Il Testo Unico finanziario*, diretto da M. Cera e G. Presti, Zanichelli, Bologna, vol. **, 2166 (2020).
- DELOITTE, *Regulatory posture on social media advertising and finfluencers*, 28 giugno 2022, www2.deloitte.com.
- DIM, Chukwuma, *Should Retail Investors Listen to Social Media Analysts? Evidence from Text-Implied Beliefs*, https://www.efmaefm.org/0EFMAMEETINGS/EFMA%20ANNUAL%20MEETINGS/2022-Rome/papers/EFMA%202022_stage-3032_question-Full%20Paper_id-32.pdf (2021).
- DUZ TAN, Selin e Oktay TAS, *Social Media Sentiment in International Stock Returns and Trading Activity*, in 22 *J. Behav. Fin.*, p. 221 (2021).
- EATON, Gregory W., T. Clifton GREEN, Brian S. ROSEMAN e Yanbin WU, *Retail Trader Sophistication and Stock Market Quality: Evidence From Brokerage Outages*, in 146 *J. Fin.*, p. 502 (2022).
- EGAR, Gail Rose Anne C., *The Battle on the Digital Trading Floor: A Review of the Securities Regulation Code vis-à-vis Information-based Manipulation of Securities Through the Internet*, 94 *Phil. L.J.*, p. 559 (2021).
- EHRET, Todd, *Dead or alive? Fate of SEC’s proposed digital engagement practices rule remains uncertain*, 13 aprile 2023, www.reuters.com.
- FAIRFAX, Lisa M., *The Securities Law Implications of Financial Illiteracy*, in 104 *Va. L. Rev.*, p. 1065 (2018).
- FERREL, Allen, *A Proposal for Solving the “Payment for Order Flow” Problem*, in 74 *S. Cal L. Rev.* 1027 (2001).
- FISCH, Jill E., *GameStop and the Reemergence of the Retail Investor*, in 102 *B.U. L. Rev.*, p. 1799 (2022).
- FOX MERRIT, ET AL., *The New Stock Market: Sense and Nonsense*, in 65 *Duke L.J.* 191 (2015).
- FOX, Merritt B., Lawrence R. GLOSTEN & Gabriel V. RAUTENBERG, *Stock Market Manipulation and Its Regulation*, in 35 *Yale J. Reg.*, p. 67 (2018).
- FOX, Merritt B., Lawrence R. GLOSTEN e Gabriel V. RAUTENBERG, *The New Stock Market: Law, Economics, and Policy*, Columbia University Press, New York (2019).
- GIANSTEFANI, Iliaria, Luigi LONGO e Massimo RICCABONI, *The Echo Chamber Effect Resounds on Financial Markets: A Social Media Alert System for Meme Stocks*, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4053771 (2022).
- GRAMITTO RICCI, Sergio A. e Christina M. SAUTTER, *Corporate Governance Gaming: The Collective Power of Retail Investors*, in 22 *NEV. L.J.*, p. 51 (2021).
- GRAMITTO RICCI, Sergio A. e Christina M. SAUTTER, *The Wireless Investors Movement*, in *Univ. Chi. Bus. L. Rev. Blog* (2022b).

GRIFFIN C.N., *Extrinsic Value*, in corso di pubblicazione su 75 *Ala. L.Rev.* (2023) e reperibile su www.ssrn.com.

GRIFFIN, Caleb N., *Extrinsic Value*, in 75 *ALA. L. REV.*, p. 2 (2023).

GUAN, Sue S., *Meme Investors and Retail Risk*, in 63 *B. C. L. Rev.*, p. 2051 (2022).

GUAN, Sue S., *The Rise of the Finfluencer, working paper*, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4400042 (2023).

HILLEN, Lauren, *The controversy surrounding payment for order flow (PFOF) – where are we heading?*, 23 novembre 2022, www.finnius.com.

JAIN, Pankaj K., Suchi MISHRA, Shawn O'DONOGHUE e Le ZHAO, *Trading Volume Shares and Market Quality: Pre- and Post-Zero Commission*, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3741470 (2023).

JARROW, Robert & Siguang LI, *Media Trading Groups and Short Selling Manipulation*, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3804130 (2021).

JONES, Charles M., *A Century of Stock Market Liquidity and Trading Costs*, columbia.edu (2002).

KARMEL, Roberta S., *The First Amendment and Government Regulation of Economic Markets*, 55 *Brook. L. Rev.*, p. 1 (1989).

KLEIN, Tony, *A Note on GameStop, Short Squeezes, and Autodidactic Herding: An Evolution in Financial Literacy?*, in 46 *Finance Research Letters*, maggio 2022.

LANGVARDT, Kyle & James F. TIERNEY, *On “Confetti Regulation”: The Wrong Way to Regulate Gamified Investing*, in 131 *Yale L.J.F.*, p. 717 (2021-2022).

LEE, Mike, *How Gamification Could Take Investor Experiences to a New Level*, (2019), www.ey.com.

LIN, Tom C.W., *The New Market Manipulation*, in 66 *Emory L.J.*, p. 1253 (2017).

LJUNGVIST, H. & M. MOORE, *Gamification and its effect on investor behavior: a qualitative study investigating the gamified trading platform Avanza*, www.diva-portal.org (2002).

LONG, Cheng, Brian M. LUCEY e Larisa YAROVAYA, *“I Just Like the Stock” versus “Fear and Loathing on Main Street”: The Role of Reddit Sentiment in the GameStop Short Squeeze*, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3822315 (2021).

LUSH, Mark, Angela FONTES, Meimeizi ZHU, Olivia VALDES e Gary MOTTOLA, *Investing 2020: New Accounts and the People Who Opened Them, Consumer Insights: Money & Investing*, febbraio 2021.

MACEY, Jonathan R., *Securities Regulation and Class Warfare*, in 2021 *Colum. Bus. L. Rev.*, p. 796 (2021).

MITTS, Joshua, A., *Legal Perspective on Technology and the Capital Markets: Social Media, Short Activism and the Algorithmic Revolution*, Columbia Law and Economics Working Paper No. 615, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3447235 (2019).

MOLK, Peter e Frank PARTNOY, *The Long-Term Effects of Short Selling and Negative Activism*, in 2022 *U. Ill. L. Rev.*, p. 1 (2022).

MOSCA, Chiara, *Il caso GameStop: vecchi e nuovi istituti a confronto*, presentazione nel corso di un seminario organizzato dal Centro di Ricerca Paolo Ferro-Luzzi sul Diritto della Banca e della Finanza in Europea, 23 aprile 2021.

- MUCCIARELLI, Francesco, *Commento all'art. 185*, in M. Fratini-G. Gasparri (a cura di), *Il Testo Unico della Finanza*, Utet, Torino, 2378 (2012).
- NORTON, Helen, *Manipulation and the First Amendment*, in 30 *WM. & Mary Bill Rts. J.*, p. 221 (2021).
- PAUL, Kayvon J., *Playing the Game: Hedge Funds, Brokerage Firms, and Social Media Influencers in the Context of SEC Rule 10b-5 Market Manipulation*, in 16 *Ohio St. Bus. L.J.*, p. 37 (2021).
- PEDERSEN, Lasse Haje, *Game On: Social Networks and Markets*, in 146 *J. Fin. Econ.*, p. 1097 (2022).
- RENAULT, Thomas, *Market Manipulation and Suspicious Stock Recommendations on Social Media*, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3010850 (2018).
- RUNDALL, Lauren, *Stopping the Game: Market Manipulation and Other Regulatory Action that May Result from the GameStop Saga*, in 5 *Bus. Entrepreneurship & Tax L. Rev.*, p. 187 (2021).
- SCHULP, Jennifer J., *GameStop and the Rise of Retail Trading*, in 41 *Cato J.*, p. 511 (2021).
- SCOPELLITI, Maria Antonietta, *Audizione della Segretaria generale della Consob davanti alla Commissione parlamentare di inchiesta sul sistema bancario e finanziario in merito al fenomeno GameStop e all'impatto prodotto dal trading online sui mercati finanziari e sul risparmio*, 25 maggio 2021, documenti.camera.it.
- SEMINARA, Sergio, *L'informazione privilegiata*, in *Il Testo Unico finanziario*, diretto da M. Cera e G. Presti, Zanichelli, Bologna, vol. **, p. 2124 (2020).
- SWANSON, Shane, *The Impact of Zero Commissions on Retail Trading and Execution*, Greenwich Associates, 25 febbraio 2020, www.greenwich.com.
- TIERNEY, James F., *Investment Games*, in 72 *Duke L.J.*, p. 353 (2022).
- VAN DER HEIDEAAND, Arjen e Dominik ZELINSKY, *Level up your money game: an analysis of gamification disclosure in financial services*, in 14 *Cultural Econ.*, p. 711 (2021).
- VEIL, Rüdiger (a cura di), *European Capital Markets Law*, Hart, Oxford, 2022.
- VENTORUZZO, Marco, *La meta-informazione privilegiata: il giornale di domani e gli abusi di mercato*, in *MediaLaws*, n. 2/2022.
- ZETZSCHE, Dirk A., Ross P. BUCKLEY, Douglas W. ARNER e Janos N. BARBERIS, *From FinTech to TecFin: The Regulatory Challenges of Data-Driven Finance*, EBI Working Paper Series 2017, no. 6, www.ssrn.com (2017).