

**COMMISSIONE PARLAMENTARE DI INCHIESTA
SUL SISTEMA BANCARIO E FINANZIARIO****RESOCONTO STENOGRAFICO****AUDIZIONE****56.****SEDUTA DI MARTEDÌ 8 GIUGNO 2021****PRESIDENZA DEL VICEPRESIDENTE FELICE MAURIZIO D'ETTORE****INDICE**

	PAG.		PAG.
Comunicazioni:		Lannutti Elio (MISTO)	4, 6
D'Ettore Felice Maurizio, <i>presidente</i>	3	Perosino Marco (FIBP-UDC)	6
Sulla pubblicità dei lavori:		Scopelliti Maria Antonietta, <i>segretaria generale della CONSOB</i>	5, 7, 9
D'Ettore Felice Maurizio, <i>presidente</i>	3	ALLEGATI:	
Seguito dell'audizione di Maria Antonietta Scopelliti, segretaria generale della CONSOB, in merito al fenomeno GameStop e all'impatto prodotto dal trading online sui mercati finanziari e sul risparmio:		<i>Allegato 1:</i> Relazione della dottoressa Maria Antonietta Scopelliti	11
D'Ettore Felice Maurizio, <i>presidente</i> ..	3, 5, 6, 7, 8, 9	<i>Allegato 2:</i> Risposte al Questionario da parte della CONSOB	29

PAGINA BIANCA

PRESIDENZA DEL VICEPRESIDENTE
FELICE MAURIZIO D'ETTORE

La seduta comincia alle 14.55.

Comunicazioni.

PRESIDENTE. Ricordo che per ragioni di sicurezza sanitaria, il foglio firme non verrà portato dall'assistente, ma lasciato a disposizione sul tavolino davanti al banco della Presidenza.

Comunico che la dottoressa Maria Antonietta Scopelliti, segretaria generale della CONSOB, in vista dell'audizione del 25 maggio del 2021 ha trasmesso documentazione in regime libero. La documentazione è stata inviata per *mail* ai commissari ed è comunque oggi nuovamente in distribuzione.

Sulla pubblicità dei lavori.

PRESIDENTE. Avverto che la pubblicità dei lavori della seduta odierna sarà assicurata anche mediante l'attivazione di impianti audiovisivi a circuito chiuso e la trasmissione in diretta *streaming* sperimentale sulla *web-tv* della Camera dei deputati.

Seguito dell'audizione di Maria Antonietta Scopelliti, segretaria generale della CONSOB, in merito al fenomeno GameStop e all'impatto prodotto dal trading online sui mercati finanziari e sul risparmio.

PRESIDENTE. Ricordo che a seguito della recente deliberazione della Giunta per il Regolamento in merito al possibile utilizzo del sistema di videoconferenza per lo svolgimento delle sedute, nella riunione dell'Ufficio di Presidenza dell'11 novembre

del 2020 si è convenuto circa l'opportunità che questa Commissione – in considerazione della delicatezza delle materie trattate, nonché delle esigenze di riservatezza che le stesse possono comportare – continui a svolgere le audizioni formali con la presenza fisica in Aula, sia degli auditi che dei commissari. Al fine di garantire il rispetto del distanziamento interpersonale e delle altre norme connesse alla emergenza epidemiologica, ho formulato l'invito ai rappresentanti dei gruppi ad adoperarsi affinché la partecipazione alle sedute sia limitata a un solo commissario per gruppo, per quanto possibile, e ferma restando la facoltà dei vicepresidenti di partecipare in presenza. Si chiamerebbe « negozio di ripetizione ».

Prima del richiamo all'ordine del giorno e di dare inizio ai nostri lavori, è doveroso esprimere a nome della Commissione e anche a nome della presidente Ruocco che non è qui presente, la più sentita partecipazione per l'improvvisa e dolorosa scomparsa del collega Guglielmo Epifani, deputato e membro della nostra Commissione, rivolgendo ai familiari i nostri commossi sentimenti di vicinanza.

Sul piano personale, mi permetto di ricordare che, appena arrivato in Parlamento, una delle persone con cui ho avuto un maggiore confronto e relazione è stato proprio con l'onorevole Epifani, la cui sobrietà, lucidità, capacità e soprattutto il modo di approcciarsi e di discutere tutti i temi era assolutamente diverso da ogni altro collega deputato. Nessuno me ne voglia ma lunghe discussioni, lunghi confronti e riflessioni che resteranno nel mio ricordo e credo nel ricordo di tutti i parlamentari che l'hanno conosciuto per questa sua vivissima umanità e capacità di rappresentarsi come una persona di grande spessore

politico. Consentitemi questo perché il mio rapporto con lui si è creato in questi anni e lo volevo ricordare.

L'ordine del giorno reca il seguito dell'audizione di Maria Antonietta Scopelliti, segretaria generale della CONSOB, in merito al fenomeno GameStop e all'impatto prodotto dal *trading online* sui mercati finanziari e sul risparmio.

La Commissione ha ravvisato — come ricordate — l'opportunità di svolgere un approfondimento in merito e, più in generale, sull'impatto prodotto dal *trading online* sui mercati finanziari e sul risparmio. I temi sono strettamente connessi ed entrambi di grande interesse. I fenomeni di cui parlavo traggono origine da vari elementi e questioni ed è importante puntare i riflettori soprattutto sul *trading online*, con particolare riferimento a tutti quegli aspetti, anche di tipo normativo — che poi interessano fortemente la Commissione —, che richiedono urgentemente di essere approfonditi, anche in funzione delle proposte che la Commissione potrà poi formulare.

La Commissione è particolarmente interessata ad approfondire gli aspetti patologici del *trading online*, sia in termini di abusivismo, sia in termini di operazioni poste in essere da alcune imprese di investimento nell'Unione Europea, operanti in regime di libera prestazione di servizi in Italia, che sembrano tuttavia violare in tutto o in parte le misure di divieto e le restrizioni adottate dalla CONSOB in materia di opzioni bancarie e contratti di differenza, offrendo leve oltre il 400% e non prevedendo meccanismi di *stop loss*. In realtà non prevedendo alcun meccanismo di tutela più ampia, anche con riguardo al profilo dell'adeguatezza di cui abbiamo parlato la scorsa settimana.

È oggi nuovamente presente la dottoressa Maria Antonietta Scopelliti, segretaria generale della CONSOB, per il seguito dell'audizione svoltasi il 25 maggio scorso, che ringrazio per essere qui tornata e per l'attenzione che sta dando alla nostra attività. Nella precedente seduta, la dottoressa Scopelliti ha illustrato un'ampia e articolata relazione sui temi oggetto di audizione

e ha già ricevuto una serie di domande a cui ha dato risposta. Oggi, invece, si concentrerà sulle risposte a specifici quesiti che sono stati formulati, anche per iscritto. I commissari potranno formulare, a loro volta, ulteriori quesiti e osservazioni, oltre a quelli già depositati. In tal senso io do subito la parola al senatore Lannutti, che aveva chiesto già nella precedente seduta di poter approfondire la sua domanda, tenendo conto di quelle che già sono state depositate per iscritto.

La ringrazio, dottoressa, per la sua presenza e do la parola al senatore Lannutti.

ELIO LANNUTTI. Grazie, presidente. Ringrazio la dottoressa Scopelliti per la relazione che ha messo in luce un collaudato sistema di speculazione sui mercati, non soltanto sulla vicenda GameStop, con la *app* offerta da Robinhood, ma soprattutto per avere chiarito la strategia di *trading* tipica degli HFT (*High-frequency trading*), questi operatori ad alta frequenza che consentono di conseguire profitti enormi grazie all'ampiezza dei volumi gestiti, alla velocità di esecuzione, alla revoca degli ordini.

Ora, noi spesso parliamo di paradisi fiscali e legali, la cui tassazione privilegiata sottrae all'Italia — quindi alla fiscalità generale — qualcosa come 30-40 miliardi di euro l'anno, ma non parliamo di paradisi fiscali nel sud Europa, per esempio Cipro e Malta. Malta è un paradiso fiscale che attrae tantissime società che magari non sono neanche soggette ai regolatori e che tramite meccanismi fraudolenti gestiscono molti ordini, molti *trading online*. Proprio qualche giorno fa — io ho presentato qualche interrogazione parlamentare in merito — un conoscente è andato a Malta per tutte altre ragioni, è un operatore della comunicazione. È andato a visitare una di queste sedi di un operatore della comunicazione e mi ha detto che in questo palazzo, una stanzetta di 20 metri su 4-500 metri è adibita al Tlc (telecomunicazioni), tutto il resto è adibita al *trading online*.

C'è stata un'inchiesta di Luca Gaballo, eccetera, quindi voi come CONSOB so che avete monitorato un po' di comportamenti. Io le ho fatto anche delle domande scritte,

mi auguro che si possa – anche con gli altri regolatori come la Banca d'Italia – mettere ordine a questo sistema veramente fraudolento, dove alla fine sono i consumatori finali, i risparmiatori che vengono presi nelle trappole.

La ringrazio molto, le domande le ha già, gliele avevo già comunicate. Grazie mille, dottoressa.

PRESIDENTE. Grazie, senatore Lannutti. Dottoressa, do a lei la parola per tutte le risposte in prosecuzione della precedente seduta. Grazie.

MARIA ANTONIETTA SCOPELLITI, segretaria generale della CONSOB. Grazie di questa prosecuzione, che mi dà la possibilità di intervenire su questo tema dei risparmiatori che preoccupa moltissimo la CONSOB. Come dicevo la scorsa volta nella relazione, possiamo distinguere le piattaforme di *trading online* tra quelle innovative che si rivolgono ai più inesperti, molto aggressive, che molto spesso hanno sede in Paesi della Comunità europea e quindi godono del passaporto comunitario per operare, offrono rendimenti stratosferici, con una pubblicità anche particolarmente ingannevole e prodotti complessi e rischiosi che portano in molti casi alla perdita totale del capitale.

Poi abbiamo le piattaforme più tradizionali, dove ci sono i *trader online* che operano nei mercati regolamentati, su strumenti molto più tradizionali e hanno un grado di *expertise* ottenuto nel tempo che è anche decisamente più elevato. Cosa la CONSOB tenta di fare e cosa si può fare rispetto a questo fenomeno che, appunto, preoccupa molto? Tra gli elementi di preoccupazione c'è il fatto che adesso si affacciano anche questi strumenti che hanno come sottostante criptovalute, quindi qualcosa di ulteriormente complesso e opaco, oltre ad avere un enorme volatilità.

I divieti. La *product intervention* è stabilita dalla MiFID. Sui contratti per differenza, che sono l'inizio di questa storia ma siamo andati molto avanti, è intervenuta l'ESMA – perché il fenomeno era molto esteso in tutta Europa e si avevano delle

evidenze della presenza massiccia di questi tipi di prodotto – fino al luglio del 2019 con il divieto, poi è intervenuta la CONSOB che da agosto del 2019, in modo permanente, ha vietato, sia nei confronti degli intermediari italiani, sia nei confronti degli intermediari europei operativi in Italia, la vendita di questi contratti.

Naturalmente questo tipo di divieto ha bisogno di un *enforcement* che viene fatto dal Paese e nel caso di intermediari non italiani, dall'autorità del Paese d'origine. Esiste un meccanismo per questo tipo di vigilanza e di *enforcement* che fa sì che l'autorità dove il fenomeno è evidenziato intervenga. Noi riceviamo numerosissimi esposti, per esempio, di attività di imprese di investimento cipriote su risparmiatori italiani. Avvisiamo l'autorità cipriota, che dovrebbe intervenire. Solo nel caso di inerzia, c'è la possibilità che intervenga l'autorità *home*. Il processo è abbastanza farraginoso, non certamente rapido e comunque la CONSOB lo ha attivato in un caso. In un altro caso poi l'impresa si è ritirata e non ha ulteriormente offerto questo tipo di servizi di *trading online*, però i rischi e le complessità, soprattutto perché si viaggia nel *web*, rimangono.

Il modo di queste imprese di attrarre i risparmiatori più inesperti – come dicevamo prima – è quello di promettere rendimenti eccezionali, quindi utilizzano una pubblicità ingannevole. Il suggerimento normativo che come CONSOB volevamo dare è quello di porre dei divieti alle pubblicità di prodotti rischiosi, cosa che già avviene in alcuni Paesi, essendo l'ambito della pubblicità il primo approccio con gli investitori, un approccio che non è coperto dalla normativa comunitaria, perché la pubblicità prevede negli altri Paesi europei interventi nazionali, come è stato in Francia, in Spagna e anche in altri Paesi più simili a noi e meno aperti, come Cipro, rispetto a questo tipo di prodotti. Quindi vietare questo tipo di pubblicità potrebbe costituire una barriera all'ingresso di questi risparmiatori che, non trovando queste pubblicità o comunque non essendo bombardati da questi stimoli ad investire in questa modalità, sicuramente si autotutelerebbero molto di

più. La questione è rilevante e nello stesso tempo la CONSOB sta lavorando – anche in vista della revisione della MiFID – per ottenere più poteri come autorità ospitante rispetto all'autorità *home*, quindi l'autorità del Paese d'origine. Per il momento questi sono, a grandi linee, gli ambiti di intervento che noi intravediamo.

Devo dire che l'ambito dell'abusivismo si è parecchio ampliato. Prima noi avevamo la possibilità di intervenire solo sulle offerte, invece adesso possiamo intervenire con le modifiche legislative anche sui servizi di investimento, possiamo oscurare i siti sia nel caso di abusivismo nei servizi di investimento, che nelle offerte abusive. Nel tempo noi abbiamo realizzato una grande attività, abbiamo chiuso quasi 500 siti, abbiamo avuto istruttorie e indagini su oltre 1700 casi. Sicuramente c'è una grande attenzione a questo fenomeno, proprio perché colpisce i più fragili e i più inesperti. Abbiamo visto aumentare le nostre competenze e i nostri strumenti. Forse vale la pena di porre delle barriere preventive, barriere all'ingresso rispetto a questo tipo di investimenti.

PRESIDENTE. Grazie, dottoressa. Come ha visto, la Commissione e tutti i membri avevano interesse proprio per questi temi e avevano richiesto ulteriori approfondimenti.

Io avrei delle domande ma aspetto se ci sono degli interventi da parte dei commissari e poi in caso mi metto in coda. Prego.

MARCO PEROSINO. Ho letto la sua relazione, perché l'altra volta ero arrivato in ritardo. L'ho letta questa mattina in treno e mi ha impressionato. Alcune cose che già sapevo, così di massima, erano nella sua relazione e nel testo che ci ha lasciato; calcolando che nella parola CONSOB c'è la « b » di banche, quindi di *boss*, è molto importante che voi sappiate, perseguite e chiediate dei provvedimenti adeguati, perché poi probabilmente potrebbe essere tardi.

Noi non abbiamo la tradizione finanziaria degli Stati Uniti, arriviamo dopo qualche anno, nel bene e nel male, purtroppo. Certo, se il *trading* innovativo è questo, cioè uso e abuso dei *social*, per attirare la clien-

tela *retail*, cioè le persone normali – perché per fare operazioni tipo quella di Game-Stop bastano anche pochi dollari – effettivamente è molto pericoloso.

Lei ha accennato, anche nella risposta precedente, al problema criptovalute perché, per certi versi, è affine ed è un altro problema che va affrontato e secondo me viene fatto con troppa leggerezza, in quanto le criptovalute sono anche difese, usate e reinventate dai grossi gruppi come Amazon e quant'altro, ma siamo nello stesso tipo di abuso della carta finanziaria. Oggi nella finanza mondiale si dice che le merci in realtà non siano nei magazzini reali, nei trasformatori, ma siano sulle navi *container* che girano per gli oceani e quando una nave si blocca a Suez succede la fine del mondo. Ma quelle merci che possono valere 1000, hanno generato delle operazioni finanziarie per 10.000 e forse di più, un moltiplicatore pazzesco. Quindi c'è tutto un fermento e collegato a quello pare che ci sia, sui derivati, soprattutto i debiti delle banche non italiane, una volta tanto siamo in vantaggio nel segno positivo, nel segno del bene. Però tutto questo mi fa dire che credo sia ora di provvedimenti preventivi molto drastici per evitare che il sistema accalappi le persone comuni che oggi passano le giornate sul *computer* e sul telefonino e distrugga i risparmi e quello che c'è sulle carte di credito che a volte non funzionano. Una volta sono andato al supermercato con mia moglie e c'era una persona davanti che diceva: «La carta non funziona». A me è scappato, in dialetto, con un calcio nelle caviglie di mia moglie: «Non è la carta che non funziona, sei tu». Perché aveva già usato e abusato anche del mese successivo.

Io chiedo che la CONSOB faccia delle proposte e che si intervenga in maniera drastica, perché è meglio prima che dopo.

PRESIDENTE. Grazie. C'è prenotato anche il senatore Lannutti. Prego.

ELIO LANNUTTI. Grazie. Semplicemente io ringrazio la dottoressa Scopelliti per la risposta.

Volevo anche puntualizzare alcuni aspetti. Tutti avranno visto quell'inchiesta

di Luca Gaballo, « L'isola del tesoro, pirati e corsari del *trading online* ». Questa è una roba molto preoccupante. Anche l'omologa CONSOB di Cipro, la CySEC (*Cyprus Securities and Exchange Commission*), è a conoscenza di quello che accade, di queste condotte illegittime operate da queste società presenti su Cipro che offrono questi servizi. Sono società legali, ma il 90 per cento di chi gioca alla fine perde, la controparte del cliente è la stessa piattaforma. Quando il cliente compra le CFD (Contratto per differenza), che sono strumenti derivati, glieli sta vendendo alla piattaforma. Quindi se il cliente guadagna, la piattaforma perde e viceversa, per questo motivo il cliente perde sempre. Sono 150 piattaforme autorizzate ad operare con questi strumenti derivati, molte altre non registrate, in alcuni casi di proprietà di una delle 150 società autorizzate. Ieri sera « Report » su un'altra questione che riguarda il calcio, mi si consenta tra virgolette marcio, ha messo in luce meccanismi illegali che derivano da queste isole del tesoro.

Dottoressa Scopelliti, le volevo chiedere se fosse possibile attivarsi, anche in accordo con la Banca d'Italia, magari anche con l'ESMA – perché l'ESMA allorquando c'è l'inerzia delle autorità vigilanti interviene – per un monitoraggio. Insomma, qui bisogna capire quanti sono i soldi che girano nel settore, quanta gente è coinvolta, quante sono state le perdite per i risparmiatori coinvolti, quanto sono diffuse le pratiche vietate e se non si ritenga necessario promuovere iniziative per vietare la vendita di questi strumenti pericolosi al pubblico, così come già accaduto nella patria del liberalismo, ossia gli Stati Uniti d'America.

La ringrazio ancora molto, dottoressa Scopelliti.

PRESIDENTE. Grazie a lei, senatore. Una domanda – mi permetto, dottoressa – che è in linea con quanto le avevo già espresso nella precedente seduta ma che attiene a una questione particolare che è già stata attenzionata dalla CONSOB.

Lei sa che ci sono queste società, per esempio una in particolare che offre corsi di formazione per *trader*, la Samas, e lo fa

promettendo risultati che dire inverosimili è, non solo un eufemismo, ma un modo gentile per non usare parole non ammesse in una Commissione bicamerale. Da 600 a 20.000 euro in tre giorni. Io so bene che voi avete fatto un approfondimento ed è in corso un'ulteriore valutazione sul piano dell'individuazione dei soggetti che stanno dietro e che esercitano le facoltà gestionali in questo soggetto giuridico che offre questo tipo di attività. È evidente che è molto forte l'attenzione della Commissione. Vorremmo capire che strumenti di tutela sono stati pensati in situazioni del genere.

Capisco che il *focus* e l'ordinamento della CONSOB possono giungere nei limiti della normativa vigente anche a questi approfondimenti, perché non è un soggetto esattamente operante nel settore finanziario, ma che opera in maniera collaterale ai fini di questa presunta formazione. Però è molto grave quello che fa, perché comunque promette questi risultati. Io ce l'ho qui, guardi. « Pensi sia impossibile moltiplicare per 44 volte il proprio capitale con una sola operazione? Risultati di questo calibro nel *trading* sono assolutamente raggiungibili ». Ringrazio gli Uffici, perché avevo chiesto di fare questo ulteriore approfondimento e lo abbiamo fatto. Per non parlare dei metodi, qui si parla di arrivare... guardi le cifre. Ecco, gliele faccio vedere, poi le farò sicuramente anche inviare ai commissari in modo che ci sia questo quadro. C'è stata forte attenzione da parte della Commissione, perché la società Samas Trading è uno dei tanti casi, io credo che bisogna intervenire in particolare in questo momento. Quali strumenti di tutela, oltre alla CONSOB, ad AGCOM? Quello che deve essere il vostro profilo istituzionale, può giungere fino a un certo punto ma se ci sono questioni, vi chiediamo di segnalare e se potete voi stessi interessare anche altre agenzie. Intanto, capire che tipo di tutela si può – in questi casi nell'ambito della normativa vigente del vostro profilo istituzionale – svolgere in maniera efficace. Grazie.

MARIA ANTONIETTA SCOPELLITI, segretaria generale della CONSOB. La prima domanda era sull'uso dei *social*, che mi dà

la possibilità di introdurre un altro aspetto molto importante sul quale forse occorre lavorare – CONSOB è in prima fila, ma credo tutti – che è quello dell'informazione e dell'educazione finanziaria dei risparmiatori *retail*.

Noi abbiamo sul nostro sito da qualche anno una sezione, « Occhio alle truffe », che probabilmente non è sufficiente. Nella relazione della scorsa volta, io evidenziavo che durante il periodo del *lockdown* moltissimi giovani, giovanissimi, chiusi in casa, abituati a giocare con la Playstation si sono aperti a questa modalità di scommesse, la famosa *gamification*, cioè rendere gioco anche l'investimento. L'investimento non è gioco e lo dimostravano le cifre che prima ho sentito nella domanda sulle materie prime che vengono duplicate, sui valori delle criptovalute che hanno dei *fixing* molto poco trasparenti e così via. Quindi anche l'aspetto dell'educazione finanziaria, forse sin dalle scuole, è un aspetto molto rilevante.

Il discorso dei *social* in questo momento è all'attenzione – come dicevo la scorsa volta – anche dell'ESMA, perché quel tipo di *flashmob* « Investiamo tutti in », può configurare una raccomandazione di investimento e voi sapete che le raccomandazioni di investimento sono sia dalla *Market abuse regulation* (MAR), che dalla MiFID presidiate da conflitti di interesse, da modalità di *fairness opinion* che devono essere rispettate. In questo caso nei *social* la difficoltà è capire a chi ti devi rivolgere e qui siamo nel piano dell'*enforcement*.

Riprendendo, invece, gli argomenti relativi a queste « isole del tesoro », come si diceva prima, appartenendo questi soggetti all'Unione Europea, effettivamente ci sono delle difficoltà. Però, come accennavo prima, in sede ESMA in questo momento si sta lavorando, per esempio per modificare il testo della MiFID II che dice che le autorità ospitanti – in questo caso l'Italia, i risparmiatori italiani – possono intervenire nell'inerzia della autorità *home*, che come abbiamo visto è perfettamente al corrente, quando ci sono motivi chiari e dimostrabili: così dice in questo momento la direttiva. Si sta invece lavorando – motivi chiari e di-

mostrabili sono non facilissimi da ottenere – perché si possa intervenire già quando ci sono motivi ragionevoli. Sembra una modifica lessicale poco importante, invece dà la possibilità di intervenire, senza avere bisogno di dimostrare. A volte magari hai soltanto qualche esposto, non sempre l'esponente ti presenta la documentazione relativa. Quindi c'è attenzione anche su questo, con la collaborazione di Banca d'Italia e dell'UIF (Unità di Informazione Finanziaria per l'Italia), sono loro che ci segnalano. È molto interessante il suggerimento di cercare di mettere insieme più dati possibili, per capire quanto misura il fenomeno.

A proposito delle politiche di investimento, ve ne è una che è molto più subdola e che effettivamente sembra esulare che è quella della formazione perché, secondo me, con quel tipo di messaggi si potrebbe rientrare nella pubblicità. Certamente è nelle competenze *antitrust* per le politiche commerciali scorrette, però anche quando si riferisce a investimenti finanziari particolarmente rischiosi potrebbe, effettivamente, fare parte di queste iniziative di divieto, che già sono state adottate da alcuni Paesi e che si potrebbero adottare anche in Italia, non avendo vincoli comunitari e avendo, invece, a casa nostra il fenomeno: lo abbiamo dimostrato in diretta oggi pomeriggio.

PRESIDENTE. La ringrazio, dottoressa. Se non ci sono altre domande, io avrei un'ulteriore questione che mi ero riservata di sottoporle, aspettando se ci fossero altri colleghi e comunque l'avremmo poi mandata con una eventuale domanda scritta.

È il tema della tutela diretta dei soggetti risparmiatori e del risparmio in generale, con riguardo alle decisioni dell'Arbitro Bancario e Finanziario e dell'Arbitro per le Controversie Finanziarie. È un tema che riguarda l'esecuzione delle decisioni arbitrali e l'inadempienza di alcuni intermediari alle decisioni favorevoli degli arbitri. Noi abbiamo avuto molte segnalazioni come Commissione, lei sa che abbiamo istituito questo sistema di segnalazione che consente che le segnalazioni arrivino sia ai singoli membri che alla Commissione nel

suo complesso. Il problema è quello di valutare, di modificare il sistema anche con riguardo alle norme processuali.

Ora, la giustizia civile è oggetto di una riforma, probabilmente la Commissione banche potrà, con l'accordo di tutti i commissari, fare eventuali proposte. Quale potrebbe essere una proposta nel caso di decisione favorevole degli Arbitri (che poi le decisioni non vengono mai eseguite)? Come ben sa, esiste un sistema secondo il quale il lodo arbitrale può essere — sulla base della disciplina del codice di procedura civile — reso esecutivo attraverso un procedimento di fronte al tribunale che accoglie l'istanza che viene fatta per l'esecutività della decisione arbitrale. Un sistema che non è complesso, attraverso il deposito del lodo in originale o la copia conforme, insieme alla convenzione di arbitrato che fa comprendere qual è l'origine del provvedimento. In questo modo i tribunali possono intervenire per dare esecutività al lodo. Il procedimento arbitrale previsto dalla gestione civile dal codice di procedura civile. Io credo che questa norma, però, non sia estesa alle ipotesi di arbitri che noi stiamo trattando, purtroppo. Non c'è questa possibilità, perché non rientra attraverso i meccanismi istitutivi del collegio arbitrale, così come è previsto nell'ambito della giustizia civile. Si potrebbe pensare di adottare un meccanismo tecnico giuridico che consenta di procedere all'esecuzione in via immediata e diretta? Siccome siamo in un periodo nel quale tanti parlano, qualcuno abbaia e qualcun altro dice scemenze — lo dice un presidente di una Commissione — è il momento di fare qualcosa di più chiaro, cioè di arrivare — e questa Commissione è molto propensa alla parte costruttiva — a trovare elementi che possano trovare applicazione, perché non c'è nessuna tutela diretta dei risparmiatori.

Non so se la CONSOB, anche qui siamo sempre ai limiti delle sue competenze, possa fare una valutazione in ordine a un meccanismo processuale — e so che lei comprende bene questo meccanismo — che, analogamente a quello già previsto in via generale per le decisioni arbitrali, possa ottenere esecutività immediata, tale per cui

uno non può dire « non adempio », perché questa è una mancanza di un elemento che è tipico di una decisione arbitrale, cioè l'esecutività attraverso il processo di esecuzione forzata che deve essere garantito dalla disciplina normativa. È inutile che le pensate tutte su questa roba, se poi non c'è la possibilità di ottenere un adempimento coattivo.

Le domando se lei ritiene che una norma di questo tipo possa essere apprezzata e consenta quella tutela del risparmio, che poi anche nella stessa valutazione della CONSOB è un elemento fondamentale di stabilità del sistema. Grazie.

MARIA ANTONIETTA SCOPELLITI, *segretaria generale della CONSOB*. Su questo certamente vi farò avere la documentazione, perché dovrò parlare con i colleghi dell'Arbitro che, come voi ricordate, in varie occasioni hanno dato ragione ai risparmiatori e non hanno visto eseguire quanto stabilito. Su questo sicuramente, parlando anche con i colleghi dell'Arbitro, mi riservo di farvi avere del materiale e della documentazione inerente.

PRESIDENTE. Sarebbe molto gradita, dottoressa, perché una valutazione da parte della CONSOB per noi sarebbe confortante per le decisioni che dobbiamo prendere.

È doveroso da parte della Presidenza chiedere se ha ulteriori documenti, oltre a quelli che aveva consegnato, da fornire rispetto alle risposte della CONSOB ai quesiti che sono stati posti dalla Commissione. Se non ce ne sono altri, possiamo chiudere.

MARIA ANTONIETTA SCOPELLITI, *segretaria generale della CONSOB*. No, direi che, a parte quanto mi sono riservata di far avere alla Commissione, mi sembra che in fondo molte delle domande alle quali ho risposto oggi ritrovano spunti nelle risposte scritte. Se poi ci fosse qualcosa, siamo sempre a disposizione. Mi sembra che si è messo in piedi un flusso di informazioni molto utili per entrambi.

PRESIDENTE. La ringrazio, dottoressa, anche perché lo scopo della Commissione è

creare questo flusso di informazioni. La sua presenza è stata preziosa, non solo per le risposte ma anche per il quadro che ci ha fornito nelle due sedute. Aspettiamo queste ulteriori risposte rispetto alle sollecitazioni della Commissione. La ringraziamo davvero a nome di tutti i membri della Commissione, perché è stato un lavoro proficuo che è il lavoro che noi vogliamo fare con questa collaborazione istituzionale continua con la CONSOB e con tutti gli enti che

si occupano del sistema bancario e finanziario. Grazie.

Dispongo che la documentazione sia allegata al resoconto stenografico della seduta. La seduta è tolta.

La seduta termina alle 15.35.

*Licenziato per la stampa
il 10 novembre 2021*

STABILIMENTI TIPOGRAFICI CARLO COLOMBO

ALLEGATO 1



CONSOB
COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETA' E LA BORSA

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

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

*AUDIZIONE
M. ANTONIETTA SCOPELLITI
SEGRETARIO GENERALE
CONSOB*

ROMA, 25 MAGGIO 2021



INDICE

1. La vicenda GameStop

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

2. L’esperienza italiana

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

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

4. Iniziative istituzionali e conclusioni

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



1. LA VICENDA GAMESTOP

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

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

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

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

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

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



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

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

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

1.1 LA PRESENZA DI SIGNIFICATIVE POSIZIONI CORTE SUL TITOLO GAMESTOP

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

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

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

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

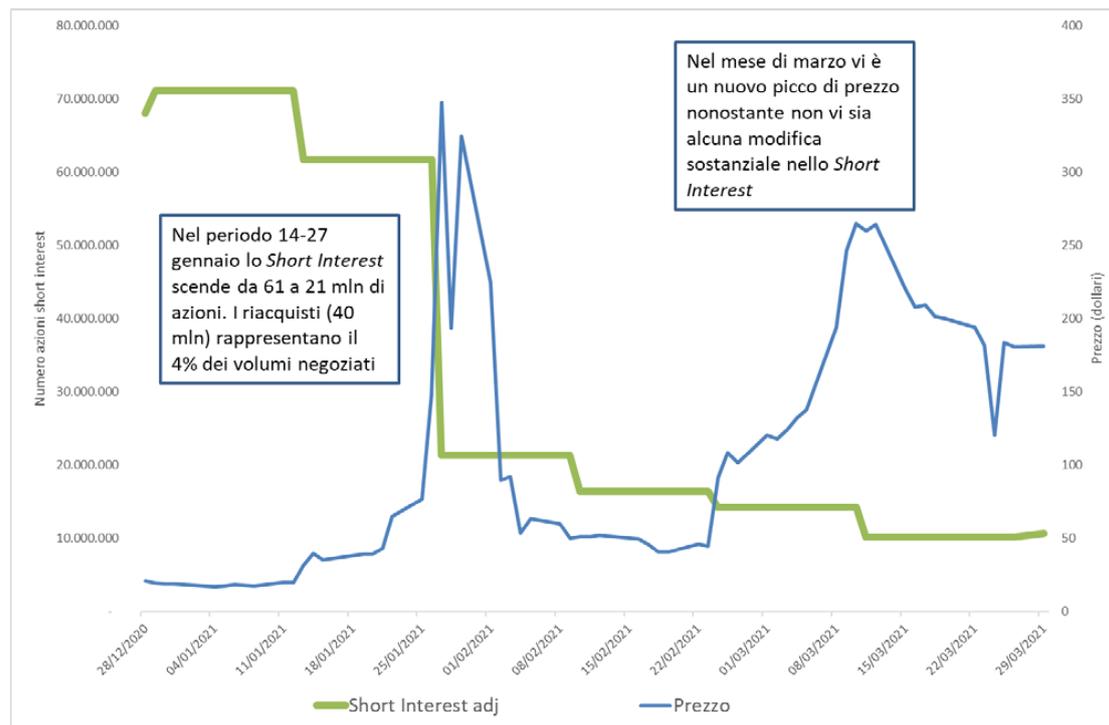
In particolare, nel grafico sottostante è rappresentato l'andamento del prezzo (dato giornaliero) e dello *Short Interest* (dato bimensile) sul titolo GameStop dal 28 dicembre 2020 al 31 marzo 2021.

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

CONSOB

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

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



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

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

1.2 IL RUOLO DELLE CD “PIATTAFORME DI TRADING”

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

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



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

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

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

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

Le circostanze che hanno portato all’introduzione di limitazioni agli ordini in acquisto da parte di RobinHood sono state chiarite il 18 febbraio, in occasione delle audizioni al Congresso USA.

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

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

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

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

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



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

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

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

1.3 LO SCAMBIO DI INFORMAZIONI SUI "SOCIAL"

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

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

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

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

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

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



2. L'ESPERIENZA ITALIANA

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

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

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

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

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

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

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

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

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

CONSOB

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

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

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

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

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

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

2.3. I PRESIDI REGOLATORI E GLI STRUMENTI DI VIGILANZA

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

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

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

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

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

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

CONSOB

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

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

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

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

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

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

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

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

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

¹⁶ Pari al prezzo del contratto precedente.

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



svolgimento delle negoziazioni e la tutela degli investitori. A tali strumenti sono poi affiancati contatti con gli stessi operatori volti a richiamarne l'attenzione sulla necessità di monitorare e contenere la leva dell'operatività.

2.4. IL CASO ITALIANO: TISCALI

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

Nella seduta del 28 gennaio 2021:

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

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

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

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

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

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



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

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

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

In conclusione:

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

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

4. INIZIATIVE ISTITUZIONALI E CONSIDERAZIONI

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

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

CONSOB

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

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

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



anche strumenti finanziari quotati contemporaneamente su diversi mercati dell'Unione Europea¹⁹.

4.1 STATEMENT ESMA DEL 17 FEBBRAIO 2021

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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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



4.3 STATEMENT CONSOB DEL 13 APRILE 2021

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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

²¹ Il testo dell'audizione è disponibile all'indirizzo

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



4.5 CONCLUSIONI: LAVORI IN CORSO

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

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

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

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

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

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

Profili di attenzione abusivismo e trading *on-line*
RISPOSTE DELLA CONSOB AI QUESITI POSTI
DALLA COMMISSIONE PARLAMENTARE BANCHE

1. Quale forma di repressione dell'abusivismo, il TUF all'art. Art. 7-*octies* (Poteri di contrasto all'abusivismo) prevede dei poteri in capo alla Consob tra cui il potere di "ordinare ai fornitori di connettività alla rete internet ovvero ai gestori di altre reti telematiche o di telecomunicazione, o agli operatori che in relazione ad esse forniscono servizi telematici o di telecomunicazione, la rimozione delle iniziative di chiunque nel territorio della Repubblica, attraverso le reti telematiche o di telecomunicazione, offre o svolge servizi o attività di investimento senza esservi abilitato".

Ad oggi risultano oscurati dalla Consob circa 450 siti (dato a partire da luglio 2019), ciò detto:

- da rumors di stampa sembrerebbe che alcuni siti successivamente oscurati dalla Consob (ad esempio *24Option*) abbiamo anche sponsorizzato società di calcio quotate? Quanti casi si sono verificati? Quali azioni sono state intraprese per sensibilizzare le società, soprattutto se quotate, e gli intermediari a prestare massima attenzione nel porre in essere iniziative commerciali/*sponsorship* con tali soggetti?

In base alle evidenze raccolte dalla Consob, il coinvolgimento di soggetti "abusivi" in contratti di sponsorizzazione che hanno come controparti società di calcio quotate è molto limitato, considerato anche che sul mercato domestico sono quotate solo Juventus, Roma e Lazio.

Per quanto riguarda il sito "24option", esso era riconducibile all'impresa di investimento comunitaria (cipriota) abilitata anche in Italia Rodeler Limited, che ha rilevato il sito a dicembre 2013 e stipulato (da quanto si apprende sul web) ad agosto 2014 un accordo di sponsorizzazione pluriennale con la Juventus. Il sito/marchio "24option" era quindi riconducibile ad un soggetto abilitato sia alla data di avvio della sponsorizzazione, sia alla data (18 dicembre 2019) in cui la Consob ha adottato, con delibera n. 21208, un provvedimento cautelare di divieto di prestare servizi di investimento in Italia ai sensi dell'art. 7-*quater* del TUF.

Per completezza, si segnalano altri due casi di "sponsorizzazione" di società di calcio italiane, non quotate, da parte di soggetti non autorizzati alla prestazione di servizi di investimento in Italia.

Da ricerche sul web è emerso infatti che la "IC Markets" (società extraUE non autorizzata in Italia sebbene abilitata in Australia) abbia posto in essere iniziative tese a pubblicizzare il suo marchio sul territorio nazionale nel 2020 tramite un accordo commerciale con l'Inter. L'accordo è stato poi risolto prima dell'adozione da parte della Consob dell'ordine di porre termine alla violazione dell'art. 18 del TUF (abusivismo) posta in essere tramite il sito www.icmarkets.com peraltro

riconducibile ad altra società del gruppo con sede alle Seychelles (ordine adottato con delibera n. 21527 del 7 ottobre 2020 ex art. 7-octies, co. 1, lett. b) del TUF).

In un altro caso, è emerso da verifiche sul web che la società non autorizzata alla prestazione di servizi di investimento “Stocktradeinvest Ltd”, con sede dichiarata a Londra, aveva stipulato accordi quale “local partner” col Parma Calcio. La Consob ha subito interloquito con la società calcistica comunicandole di aver ordinato alla “Stocktradeinvest Ltd” (con delibera n. 20362 del 28 marzo 2018) di porre termine alla violazione dell’art. 18 del TUF (abusivismo) posta in essere mediante il sito www.stocktradeinvest.com. La società Parma Calcio, nel prendere atto del provvedimento, ha provveduto a interrompere ogni attività di sponsorizzazione col “partner”, sciogliendo immediatamente il contratto stipulato e rimuovendo ogni riferimento al soggetto abusivo presente nel proprio sito e in ogni altro strumento pubblicitario.

- Esistono disposizioni/dati di vigilanza (ad esempio della Banca d'Italia) per monitorare e quantificare i flussi effettivamente transitati sul sistema bancario nazionale verso i siti oscurati dalla Consob?

La Consob non dispone di tali dati. L’Unità di Informazione Finanziaria della Banca d’Italia può comunque ricevere dagli intermediari segnalazioni di operatività sospette di riciclaggio connesse a fenomeni di potenziale abusivismo finanziario e in tal caso trasmette alla Consob specifiche informative per i profili di competenza.

- Esistono forme di controllo/di *moral suasion* (ad esempio circolari, raccomandazioni, ecc.), soprattutto in materia di prevenzione e contrasto del riciclaggio, per gli intermediari nazionali coinvolti nell’operatività dei siti oscurati dalla Consob?

La Consob non ha poteri di supervisione o di regolazione sugli intermediari finanziari in tema di prevenzione e contrasto del riciclaggio. In più occasioni l’Unità di Informazione Finanziaria della Banca d’Italia ha richiamato l’attenzione dei destinatari degli obblighi antiriciclaggio (ivi inclusi gli intermediari) sui fattori di rischio e gli elementi sintomatici di possibili attività illecite, facendo riferimento anche a quelli connessi a fenomeni di abusivismo. Da ultimo si segnalano in particolare la Comunicazione del 28 maggio 2019 in tema di utilizzo anomalo di valute virtuali e la Comunicazione dell’11 febbraio 2021 in tema di prevenzione di fenomeni di criminalità finanziaria connessi con l’emergenza da Covid-19. A ciò si aggiunge il Provvedimento di Banca d’Italia sugli indicatori di anomalia per gli intermediari che reca una serie di indicatori esemplificativi di operatività sospette di riciclaggio che possono contribuire ad intercettare fenomeni di abusivismo finanziario.

- Vi sono forme di collaborazione/protocolli d’intesa in materia di abusivismo fra la Consob e la Banca d'Italia?

La Consob e la Banca d’Italia collaborano in via continuativa anche in materia di abusivismo trasmettendosi reciprocamente gli esposti di rispettiva competenza e confrontandosi, tra l’altro, sulle fattispecie connotate dall’applicazione di nuove tecnologie o comunque collegate a fenomeni caratterizzati da significativa innovatività. Il confronto con la Banca d’Italia è volto anche a sviluppare sempre più efficienti modalità di collaborazione e scambio di informazioni.

- Vi sono forme di collaborazione/protocolli d'intesa in materia di abusivismo fra la Consob e le Procure della Repubblica?

La Consob e la Procura della Repubblica presso il Tribunale di Roma hanno siglato il 17 aprile 2019 un protocollo d'intesa relativo a rapporti di collaborazione relativi anche alle ipotesi di abusivismo previste dal TUF. Il protocollo è stato stipulato con la Procura di Roma anche in ragione della circostanza che la stessa è destinataria di un elevatissimo numero di segnalazioni di fattispecie abusive riconducibili a soggetti esteri.

Inoltre, la Consob ha stipulato il 14 gennaio 2013 ed ampliato il 15 ottobre 2019 un protocollo d'intesa con la Guardia di Finanza che prevede forme di collaborazione anche ai fini delle indagini in materia di abusivismo finanziario.

- Esistono forme di ristoro/indennizzo per i risparmiatori coinvolti in tali truffe oltre alle "normali" iniziative che gli investitori potrebbero intraprendere in sede giudiziaria (che però molto spesso richiedono rogatorie internazionali)?

Non risulta che sussistano speciali forme di ristoro/indennizzo. Si segnala, peraltro, come l'assenza di specifici strumenti di indennizzo spesso induca i risparmiatori che hanno subito perdite a provare strade "alternative" per recuperare i capitali persi, affidandosi a sedicenti società di recupero crediti. A tale riguardo, si fa presente che la Consob ha pubblicato un *warning* con cui ha allertato i risparmiatori in merito al fenomeno di presunte società di recupero crediti che, anche affermando falsamente di essere incaricate dalla Consob, prospettano in modo fraudolento la possibilità di ottenere, a fronte di un corrispettivo, la restituzione delle somme di denaro già investite per il tramite di soggetti abusivi. Tale fenomeno è stato oggetto di diverse segnalazioni alla magistratura.

- Servirebbero ulteriori poteri, ad esempio nel TUF, per limitare i casi di abusivismo finanziario in Italia?

La Consob ha presidiato sul nascere il fenomeno degli abusivismi finanziari, perpetrati soprattutto tramite *internet*. Negli ultimi anni, all'espandersi di tale fenomeno, anche l'attività di contrasto della Consob è cresciuta esponenzialmente: dall'istituzione dell'Ufficio Vigilanza sui Fenomeni Abusivi nel 2011, la Consob ha avviato più di 1.700 istruttorie e assunto oltre 1.900 iniziative di vigilanza.

L'azione della Consob si sviluppa lungo due direttrici:

- il contrasto alle offerte al pubblico abusive di prodotti finanziari, svolte in assenza del prescritto prospetto informativo;
- il contrasto agli intermediari finanziari abusivi, che prestano servizi di investimento in assenza di autorizzazione.

In relazione alle offerte abusive, la Consob dispone già da tempo del potere di sospendere e vietare le operazioni e sanzionare i soggetti che le pongono in essere. Riguardo agli intermediari abusivi, la Consob, prima del 2018 non disponeva di specifici poteri inibitori, ma pubblicava specifici *warning* a tutela dei risparmiatori. Da gennaio 2018 l'azione generale di contrasto ai fenomeni abusivi si è fatta più incisiva.

Dapprima, grazie all'introduzione di un potere interdittivo, in attuazione delle previsioni della normativa europea MiFID II, la Consob ha avuto la possibilità di

ordinare la cessazione delle condotte illecite realizzate via *internet* da intermediari non abilitati.

Successivamente, da luglio 2019, è stato attribuito alla Commissione anche il potere di chiedere ai fornitori dei servizi di connessione a *internet* l'oscuramento dei siti *web* mediante i quali sono offerti/prestati abusivamente i servizi di investimento.

Infine, da marzo 2020, la Consob può chiedere l'oscuramento anche dei siti *web* mediante i quali vengono offerti al pubblico abusivamente prodotti finanziari.

La Consob coopera anche con le omologhe Autorità degli altri Paesi membri. La cooperazione può risultare fondamentale per effettuare interventi di vigilanza efficaci nei confronti di attività che per loro natura hanno quasi sempre un ambito *cross-border*.

Oltre all'azione di *enforcement*, la Consob ha avviato da tempo iniziative di carattere informativo nei confronti degli investitori, promuovendo l'*investor education*, interloquendo con le associazioni dei consumatori e pubblicando, in una specifica sezione del proprio sito *web* denominata "Occhio alle truffe", informazioni utili affinché i risparmiatori possano individuare le iniziative abusive ed evitare di aderirvi.

Infine, la Consob pubblica con cadenza settimanale comunicati che danno conto dell'oscuramento di siti *web* di operatori abusivi (in media 5 siti ogni settimana) e *warning* (anche di Autorità straniere) sui soggetti abusivi. È stata anche potenziata l'assistenza telefonica ai risparmiatori che desiderano interloquire telefonicamente con la Consob per conoscere l'identità di un soggetto prima di investire o che richiedono informazioni sulle azioni possibili dopo che si è investito.

Il quadro dei poteri appare oggi ampio e tale da porre l'ordinamento italiano, e l'azione svolta dalla Consob, all'avanguardia. Ciò nondimeno, la crescita tumultuosa dei fenomeni di abusivismo che poggiano su canali digitali richiede uno sforzo di *detection* sempre più intenso e complesso. La Consob ha quindi avviato un progetto di sviluppo di strumenti informatici di *intelligent crawling* per incrementare la capacità e tempestività di individuazione di condotte illecite. Verranno anche potenziati i protocolli di collaborazione con altre istituzioni.

Rimane da segnalare la centralità, per la tutela dei risparmiatori, di campagne di sensibilizzazione che abbiano la massima capacità di diffusione, ad esempio con iniziative istituzionali pubbliche che utilizzino i principali media generalisti (radio, tv e canali digitali) o che avvengano in ambito scolastico.

2. Da *rumors* di stampa sembrerebbe che alcune imprese di investimento UE, operanti in regime di libera prestazione di servizi in Italia, violino, in toto o in parte (assenza di meccanismi di stop&loss, leva oltre 400%, ecc.), le misure di divieto e restrizione adottate dalla Consob in materia di opzioni binarie e Contratti per Differenza (CFD). Sembrerebbe che tali intermediari siano vigilati soprattutto dalla Cyprus Securities and Exchange Commission (CySEC). Ciò detto, con riferimento alla CySEC e comunque anche con riferimento agli altri Stati UE:
 - Risultano esposti e/o azioni di vigilanza intraprese dalla Consob in tale ambito? Quante sono state? Che risultati sono stati ottenuti?

Si evidenzia, innanzitutto, che, in base alla MiFID II, in continuità peraltro con la MiFID I, l'operatività in regime di libera prestazione di servizi è sottoposta alla vigilanza dell'Autorità del Paese membro di origine (Autorità *home*), mentre all'Autorità del Paese membro ospitante (Autorità *host*) non sono riconosciuti poteri/doveri diretti di vigilanza nei confronti delle imprese UE che prestano servizi/attività di investimento *cross border* senza stabilimento di succursale (principio del c.d. "home country control").

Un intervento dell'Autorità *host* è ammesso solo subordinatamente all'inerzia o all'insufficienza dell'azione dell'Autorità *home*, laddove persistano comportamenti irregolari, sulla base di quanto previsto dall'art. 86, par. 1, della MiFID II, recepito nell'art. 7-quater, comma 4, del TUF.

In tale contesto, gli esposti trasmessi alla Consob da parte di investitori italiani nei confronti di imprese di investimento operanti in Italia in libera prestazione di servizi vengono (come da prassi consolidata) regolarmente e sistematicamente inviati (unitamente ad una descrizione sintetica, in lingua inglese, del loro contenuto) alle competenti Autorità *home*. Tale invio viene di norma effettuato attraverso un'unica nota cumulativa che comprende tutti gli esposti pervenuti in un determinato arco temporale. All'Autorità *home* viene chiesto di far conoscere gli esiti degli eventuali approfondimenti effettuati nella sua qualità di autorità titolare della vigilanza diretta. Attraverso i suddetti invii, l'Autorità *home* viene sensibilizzata sulle tematiche sollevate dagli investitori italiani, le viene chiesto di effettuare i necessari approfondimenti e di svolgere verifiche mirate nei casi maggiormente critici (mantenendo tempestivamente aggiornata la Consob sui relativi esiti).

Gli esposti pervenuti alla Consob e i riscontri forniti dalle Autorità *home* vengono monitorati e controllati anche al fine di valutare, nelle situazioni di maggiore rilevanza e criticità, l'eventuale esercizio dei poteri di cui all'art. 7-quater del TUF (di cui si dirà anche in seguito).

Tutto ciò premesso, da inizio gennaio 2021, sono pervenuti alla Consob da parte di investitori italiani n. 73 esposti nei confronti di n. 17 imprese di investimento UE autorizzate in Italia in libera prestazione di servizi (di cui n. 11 imprese di investimento di diritto cipriota interessate da n. 53 esposti)¹.

- Si sono verificati casi in cui la Consob ha attivato il potere di cui al TUF, Art. 7-quater (Poteri ingiuntivi nei confronti di intermediari UE) ossia "Se vi è fondato sospetto che un'impresa di investimento UE o una banca UE, operanti in regime di libera prestazione di servizi in Italia, non ottemperano agli obblighi derivanti dalle disposizioni dell'Unione europea, la Banca d'Italia o la Consob informano l'autorità competente dello Stato membro in cui l'intermediario ha sede legale per i provvedimenti necessari".
- Si sono verificati dei casi in cui la Consob - sempre ai sensi del TUF, Art. 7-quater (Poteri ingiuntivi nei confronti di intermediari UE) "Se nonostante le misure adottate dall'autorità competente, l'intermediario persiste nell'agire in modo tale da pregiudicare gli

¹ Nel corso del 2020, invece, gli esposti trasmessi alla Consob da investitori italiani sono stati pari a n. 255 nei confronti di n. 46 imprese di investimento UE autorizzate in Italia in libera prestazione di servizi (di cui n. 29 imprese di investimento di diritto cipriota interessate da n. 194 esposti).

interessi degli investitori o il buon funzionamento dei mercati, la Banca d'Italia o la Consob, dopo avere informato l'autorità competente dello Stato membro in cui l'intermediario ha sede legale, adottano tutte le misure necessarie compresa l'imposizione del divieto di intraprendere nuove operazioni in Italia. La Banca d'Italia o la Consob procedono sentita l'altra autorità, e informano la Commissione europea delle misure adottate" - è dovuta intervenire in sostituzione dell'Autorità del Paese di origine dell'intermediario?

È utile ricordare che, a partire dal mese di maggio 2018, l'ESMA ha adottato, con effetto dal 1° agosto 2018 e fino a fine luglio 2019, misure temporanee, poi rinnovate trimestralmente, di *product intervention* in tema di *Contract for Difference* (CFD) e opzioni binarie (BO), ai sensi dell'art. 40 del Regolamento (UE) n. 600/2014 (c.d. "MiFIR").

In particolare, l'Autorità di vigilanza europea ha provveduto, attraverso tali misure, a:

- 1) vietare la commercializzazione, distribuzione o vendita ai clienti *retail* di opzioni binarie;
- 2) vietare la commercializzazione, distribuzione o vendita ai clienti *retail* di CFD e *rolling spot forex* se non sono soddisfatte tutt'e tre le seguenti condizioni:
 - a. presenza di predefiniti limiti alla leva massima applicabile in relazione ai diversi sottostanti i CFD e *rolling spot forex*;
 - b. chiusura automatica delle posizioni aperte quando i margini depositati a copertura sul conto di *trading* scendono al di sotto del 50% del valore iniziale (c.d. "*margin close-out*");
 - c. meccanismo di protezione del saldo negativo del conto di *trading* (c.d. "*negative balance protection*")².

Le medesime misure sono state poi adottate - ai sensi dell'articolo 42 del MiFIR e dell'art. 7-bis del TUF - dalla Consob, a livello nazionale e in via permanente, con effetto dal 1° agosto 2019, nei confronti degli intermediari italiani e degli altri intermediari europei operativi in Italia. Le misure sono tuttora in corso e potranno essere revocate al ricorrere delle condizioni previste dall'art. 42, par. 6, del MiFIR.

Ciò premesso, si evidenzia che la Consob ha attivato il potere di cui all'art. 7-*quater*, comma 4, del TUF in n. 3 casi, nei confronti di altrettante imprese di diritto cipriota operanti in Italia nella (sola) modalità della libera prestazione di servizi.

La procedura è stata attivata in particolare sulla scorta dei numerosi esposti pervenuti al nostro Istituto nei confronti delle 3 imprese di investimento in parola, che sono stati tramessi, tempo per tempo, all'Autorità *home* (CySec) per le valutazioni e determinazioni di competenza. In tali esposti gli investitori italiani lamentavano, in maniera ricorrente, circostanze gravi e concordanti nei rapporti intrattenuti con gli intermediari, tra cui, in particolare, pratiche commerciali aggressive; mancato riscontro alle richieste di rimborso presentate; malfunzionamenti della piattaforma di *trading*; perdite, talora fino all'intero capitale investito, registrate a fronte di

²Inoltre, l'ESMA ha stabilito che le imprese che intendono offrire CFD e *rolling spot forex* non possono offrire agli investitori *retail* benefici/incentivi di tipo monetario e non monetario volti all'apertura di conti di *trading* e devono pubblicare su tutte le comunicazioni dirette ai clienti *retail* un *risk warning* contenente la percentuale dei clienti dell'impresa che hanno accusato perdite negli ultimi 12 mesi operando su CFD.

“pressioni” e “consigli” da parte di addetti dell’impresa. La perdita dell’intero capitale investito era stata ritenuta segnaletica di una condotta delle suddette imprese non aderente a quanto previsto dalle citate misure restrittive ESMA e Consob in materia di CFD e, in particolare, dalla sopra descritta *margin close-out rule*.

La CySEC, nell’ambito della procedura attivata dalla Consob ai sensi dell’art. 7-*quater*, comma 4, del TUF, ha comunicato al nostro Istituto le misure adottate, nei confronti delle imprese coinvolte, per il superamento delle criticità oggetto di segnalazione da parte degli investitori italiani.

In n. 2 casi è risultato che, anche dopo l’adozione di tali misure da parte della CySEC, le imprese di investimento persistevano nell’agire in contrasto con gli obblighi derivanti dalle disposizioni dell’Unione europea in modo tale da pregiudicare gli interessi degli investitori italiani, come dimostrato dalla circostanza che continuavano a pervenire alla Consob esposti nei loro confronti da parte di investitori italiani. Pertanto, la Consob ha ritenuto necessario intervenire in sostituzione dell’Autorità cipriota, adottando, con delibere, n. 21171 del 5 dicembre 2019 e n. 21208 del 18 dicembre 2019, rispettivamente nei confronti delle imprese Hoch Capital Ltd e Rodeler Ltd, due provvedimenti cautelari ai sensi dell’art. 7-*quater*, comma 4, del TUF, con i quali ha imposto alle citate imprese il divieto di prestare servizi in Italia, sollecitare ed acquisire nuova clientela in Italia nonché proseguire i rapporti con i clienti italiani esistenti, ad eccezione della chiusura dei rispettivi conti (liquidazione delle posizioni in essere e restituzione dei fondi di pertinenza), in linea con le istruzioni eventualmente impartite dai clienti.

Nel terzo caso, pur essendo stata avviata la procedura *ex art. 7 quater*, comma 4, del TUF, non si è, invece, reso necessario un intervento della Consob in sostituzione della CySec, in quanto l’impresa d’investimento interessata si è “autodeterminata” ad eliminare la condotta irregolare: l’impresa, infatti, nelle more dell’adozione degli interventi correttivi ha limitato la propria operatività alla “gestione” dei rapporti con la clientela esistente, interrompendo l’acquisizione di nuova clientela italiana, nonché l’attività di *marketing* nei confronti della medesima clientela, attraverso le proprie piattaforme di *trading*”.

- Servirebbero ulteriori poteri e soprattutto vi sono margini di interventi legislativi, ad esempio nel TUF, per rafforzare i poteri di vigilanza della Consob in materia di imprese di investimento UE che operano in Italia in regime di libera prestazione di servizi?

Al riguardo, è utile far presente che il citato art. 7 *quater*, comma 4, del TUF recepisce nell’ordinamento italiano le previsioni dell’art. 86, par. 1, della MiFID II, il quale dispone che “quando l’autorità competente dello Stato membro ospitante ha motivi chiari e dimostrabili per ritenere che un’impresa di investimento operante nel suo territorio in regime di libera prestazione di servizi violi gli obblighi derivanti dalle disposizioni adottate in attuazione della presente direttiva [...] informa in proposito l’autorità competente dello Stato membro d’origine. Se, nonostante le misure adottate dall’autorità competente dello Stato membro d’origine o per via dell’inadeguatezza di tali misure, l’impresa di investimento persiste nell’agire in un modo che mette chiaramente a repentaglio gli interessi degli investitori dello Stato membro ospitante o il buon funzionamento dei mercati, [...] dopo avere informato l’autorità competente dello Stato membro d’origine, l’autorità competente dello

Stato membro ospitante adotta tutte le misure adeguate e necessarie per tutelare gli investitori e assicurare il buon funzionamento dei mercati, che comprendono la possibilità di impedire alle imprese di investimento in infrazione di avviare ulteriori operazioni nei loro territori [...]”.

Sul punto, di recente, l'ESMA - nell'ottica di rafforzare e migliorare la procedura prevista - valorizzando anche i contributi sottoposti in sede IPISC dalla Consob alla luce dell'esperienza maturata nei 3 casi illustrati, ha avanzato alla Commissione Europea talune proposte di modifica, prevedendo innanzitutto che l'Autorità *host* deve avere “*motivi ragionevoli*” invece che “*motivi chiari e dimostrabili*” di ritenere che vi sia una violazione della MiFID II per attivare il procedimento finalizzato all'adozione del provvedimento cautelare. Al riguardo, è stato proposto di aggiungere un considerando alla MiFID II per specificare che le Autorità *host* possono ritenere che il ricevimento di un numero significativo di reclami degli investitori nei confronti della stessa impresa che fornisce servizi in libera prestazione, supportati da sufficienti documenti giustificativi, costituisca un *motivo ragionevole* per ritenere che vi sia una violazione della MiFID II e attivare la procedura ai sensi dell'articolo 86, paragrafo 1.

Inoltre, è stato proposto di inserire, nel paragrafo 1 della citata norma, un termine (ad esempio di 60 giorni) entro il quale l'Autorità *home* è tenuta ad adottare le misure ritenute necessarie e a comunicarle all'Autorità *host*.

Infine, è stato proposto di:

(i) modificare il paragrafo 1 dell'art. 86 per specificare che quando un'Autorità del paese ospitante adotta una misura cautelare ai sensi del paragrafo 1, lettera a), l'Autorità di qualsiasi altro Stato membro ospitante, in cui la stessa impresa di investimento svolge attività o fornisce servizi a clienti al dettaglio in regime di libera prestazione, può adottare misure cautelari se ha ragionevoli motivi per ritenere che vi sia una violazione della MiFID II che dia anche adito a significativi problemi di protezione degli investitori, senza prima riferire i propri accertamenti all'Autorità dello Stato membro di origine. In ogni caso, dopo l'adozione delle misure cautelari, l'Autorità dello Stato membro ospitante informa l'Autorità dello Stato membro d'origine e l'ESMA delle sue conclusioni e dei motivi a fondamento della misura adottata;

(ii) precisare che un'impresa soggetta a misure cautelari *ex* articolo 86, paragrafo 1, non dovrebbe essere in grado di presentare una nuova notifica di passaporto per servizi e attività di investimento in libera prestazione per un certo periodo (ad esempio, 1 anno) e, in ogni caso, almeno fino a quando l'Autorità del paese d'origine abbia valutato che l'impresa interessata ha adottato misure adeguate per porre rimedio alle violazioni che hanno dato luogo alle misure cautelari in uno o più Stati membri ospitanti.

La Consob ritiene che le illustrate proposte di modifica della MiFID II, qualora approvate in sede comunitaria e recepite nel TUF, potrebbero facilitare l'eventuale adozione delle misure cautelari da parte della Consob, garantendo un livello più elevato di protezione degli investitori italiani, migliorando la cooperazione transfrontaliera in materia di vigilanza e, più in generale, contribuendo ad aumentare la fiducia nel mercato unico dei servizi di investimento.

* * *

In ultimo, in relazione al sito internet www.samastrading.com, menzionato nella comunicazione della Commissione Banche del 13 maggio scorso, si rappresenta che dalle verifiche preliminari della Consob risulta che tramite il sito siano proposti corsi di formazione a pagamento per aspiranti trader. L'attività formativa sarebbe affidata a un ex promotore finanziario che si presenta quale "ex Head of Trading" di un importante intermediario abilitato. Rispetto a tale nominativo, emerso in precedenti attività di monitoraggio, sono in corso i necessari approfondimenti.

PAGINA BIANCA

PAGINA BIANCA



18STC0148140