

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

**RESOCONTO STENOGRAFICO**

**AUDIZIONE**

**55.**

**SEDUTA DI MARTEDÌ 25 MAGGIO 2021**

PRESIDENZA DELLA PRESIDENTE **CARLA RUOCCO**

**INDICE**

	PAG.		PAG.
<b>Comunicazioni:</b>		D'Ettore Felice Maurizio (FI) .....	13
Ruocco Carla, <i>presidente</i> .....	2	Ferro Massimo (FIBP-UDC) .....	12
<b>Sulla pubblicità dei lavori:</b>		Lannutti Elio (MISTO) .....	11
Ruocco Carla, <i>presidente</i> .....	2	Raduzzi Raphael (Misto) .....	13
<b>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:</b>		Rizzone Marco (Misto-CD-IE) .....	12
Ruocco Carla, <i>presidente</i> ...	2, 11, 12, 13, 14, 15, 16	Scopelliti Maria Antonietta, <i>Segretaria generale della CONSOB</i> .....	3, 11, 14, 15
		<b>ALLEGATO: Documenti depositati da CONSOB</b>	17

PRESIDENZA DELLA PRESIDENTE  
CARLA RUOCCO

**La seduta comincia alle 15.40.**

#### **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'odierna audizione ha trasmesso della documentazione in regime libero. La documentazione è stata inviata per *e-mail* ai commissari ed è comunque oggi 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.

**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. L'ordine del giorno reca l'audizione di Maria Scopelliti, Segretaria generale della CONSOB, in merito al fenomeno del Gamestop e all'impatto prodotto dal *trading online* sui mercati finanziari e sul risparmio.

La Commissione ha ravvisato l'opportunità di svolgere un approfondimento in merito al fenomeno Gamestop 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. Il fenomeno Gamestop trae origine dal *trading online* e a sua volta punta i riflettori sul *trading online*, ma con particolare riferimento a tutti quegli aspetti, anche di tipo normativo, che richiedono urgentemente di essere approfonditi. Quando parliamo del fenomeno Gamestop, ci riferiamo alla vicenda recente caratterizzata dal fatto che molti piccoli *traders* — che normalmente non hanno la forza di muovere i prezzi — sono invece riusciti per la prima volta a produrre un forte impatto sul prezzo del titolo in questione, organizzandosi e coordinandosi tra loro attraverso l'uso dei *social media*.

Questa vicenda e segnatamente la possibilità che fenomeni analoghi possano ripetersi, ha destato curiosità e preoccupazione non solo nel mondo finanziario. Il tema del *trading online* ha portata più generale ed è di grande interesse, anche alla luce del dibattito politico delle attività poste in essere dalle istituzioni competenti, tra cui in materia fondamentale dalla CONSOB, nonché per l'attenzione dedicata ai temi dai mezzi di informazione.

Su tale ultimo aspetto appare significativa, in particolare, la recente inchiesta andata in onda nella rubrica *Spotlight* di RAI News, « L'isola del tesoro, pirati e corsari del *trading online* ».

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 inve-

stimento UE, operanti in regime di libera prestazione di servizi in Italia, che sembrano tuttavia violare, in tutto o in parte, le misure di divieto e restrizioni adottate dalla CONSOB in materia di opzioni binarie e contratti per differenza, offrendo leve per oltre il 400 per cento e non prevedendo meccanismi di *stop loss*.

Si osserva, in particolare, come soprattutto nel periodo della pandemia si sia registrato un forte incremento dell'utilizzo delle tecnologie digitali, con conseguente emersione di numerosi casi di truffe finanziarie in danno dei cittadini. È oggi presente la Segretaria generale della CONSOB, Maria Antonietta Scopelliti, che ringrazio per avere accolto il nostro invito.

Quanto all'oggetto dell'odierna audizione è stato richiesto di illustrare alla Commissione le principali tematiche di interesse, anche nell'ottica di una proficua collaborazione finalizzata all'individuazione — ove necessario — di interventi normativi che possano, tra l'altro, fornire all'Istituto ulteriori strumenti per garantire l'ordinato svolgimento delle negoziazioni e la tutela degli investitori, nonché la repressione dell'abusivismo.

Invito, pertanto, la dottoressa Scopelliti a svolgere la relazione, seguirà poi il dibattito in Commissione. Prego, dottoressa.

MARIA ANTONIETTA SCOPELLITI, *Segretaria generale della CONSOB*. Ringrazio la presidente Ruocco e la Commissione di averci invitato a svolgere una relazione su questi Temi che, chiaramente, sono in agenda della CONSOB.

*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, compresa l'Italia e ha vissuto recentemente difficoltà finanziarie. A causa di tali difficoltà, nel corso del tempo numerosi investitori hanno assunto posizioni ribassiste sul titolo tramite strategie di vendita allo scoperto.

Nel corso del mese di agosto del 2020, l'investitore attivista statunitense Ryan Cohen ha acquisito una partecipazione rilevante nella società *Gamestop*, dando avvio ad una campagna finalizzata a maggiori investi-

menti 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 del 2020 al 31 luglio del 2020 il prezzo dell'azione rimane sostanzialmente stabile a livello di quattro dollari, mentre nel solo mese di agosto del 2020 il prezzo subisce un incremento pari al 67 per cento, chiudendo la seduta del 31 agosto del 2020 a 6,68 dollari. Dal primo settembre del 2020 si è assistito ad un costante e graduale incremento del prezzo che è arrivato al 12 gennaio del 2021 a 19,95 dollari, pari al 199 per cento sul prezzo di fine agosto e al 399 per cento del prezzo di fine luglio.

A partire dal 13 gennaio l'incremento di prezzo si è fatto esorbitante ed è accompagnato da un rilevante incremento dei volumi scambiati, registrando oscillazioni giornaliere e raggiungendo il massimo di 347,51 dollari al 27 gennaio 2021.

Il vertiginoso incremento di prezzo del titolo *Gamestop* nel mese di gennaio del 2021 ha portato la capitalizzazione di mercato delle società a crescere più di venti volte, raggiungendo importi di oltre venti miliardi di dollari, poco meno della metà dell'attuale capitalizzazione del titolo italiano *Intesa San Paolo*.

Nelle sedute del 28 gennaio, 1 e 2 febbraio 2021 si è assistito alle prime forti correzioni del corso del titolo, rispettivamente meno 44 per cento, meno 31 per cento, meno 60 per cento, 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 una banda tra 40 e 50 dollari, prima di mostrare nuovamente un andamento rialzista a partire dal 24 febbraio 2021, chiudendo la seduta del primo marzo a oltre 120 dollari.

Le ragioni di questo secondo incremento non sono chiare e potrebbero essere parzialmente riconducibili all'annuncio delle dimissioni del CFO. Dal marzo del 2021 il prezzo si è mosso nella fascia tra i 100 e i 260 dollari, con una variabilità più conte-

nuta nell'ultimo periodo, durante il quale la società ha realizzato anche un'offerta pubblica di azione per oltre 500 milioni di dollari a 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 alla operatività di giovani investitori *retail*, privi di cultura finanziaria, attivi sui mercati tramite piattaforme accessibili attraverso *app* gratuite e di facile utilizzo. La scelta di fare convergere gli interessi di acquisto su Gamestop è stata collegata alle esortazioni – divulgate tramite canali *social* – primo su tutti il forum *WallStreet-Bets* di Reddit, piattaforma caratterizzata da pochi filtri, alle esternazioni degli utenti è nota per consentire la diffusione di posizioni particolarmente controverse.

Nei giorni successivi all'avvio del *trend rialzista*, i canali *social* hanno riportato messaggi che incitavano gli investitori a non liquidare le posizioni lunghe acquisite, così da non 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 – abbiamo detto prima che era comunque una società in difficoltà – o da argomentazioni di natura tecnica e finanziaria. Gli investitori sembrano essere animati in larga parte dal desiderio di una risposta dal basso alla speculazione in danno di una piccola società realizzata da grandi fondi con posizioni ribassiste sul titolo.

La vicenda è stata rappresentata dalla stampa come la vittoria di Davide su Golia e come 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 acquisito anche opzioni *call*, per i quali i *market maker* hanno dovuto effettuare le necessarie coperture, acquistando a loro volta le azioni sottostanti con ulteriore pressione al rialzo del prezzo.

Ulteriore impatto è derivato, infine, dalla possibilità degli investitori di operare a leva, cioè in marginazione, quindi investire

un capitale superiore alle proprie disponibilità liquide.

A questo punto, andiamo a vedere effettivamente la presenza degli investitori ribassisti e quindi degli *shortisti* sul titolo che hanno generato la reazione di Davide su Golia. La normativa statunitense prevede la pubblicazione ogni due settimane dell'ammontare complessivo delle vendite allo scoperto su ciascun titolo azionario, è un dato di *stock* di seguito definito *Short Interest*. Sulla base di tale informazione la CONSOB ha ricostruito l'andamento dello *Short Interest* sul titolo Gamestop.

I dati evidenziano come 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 per cento del flottante che rappresenta le azioni 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 dicembre 2020 il peso dello *Short Interest* rispetto al flottante per tutti i titoli statunitensi era pari al 3,5 per cento contro il 120.

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 la posizione *short* e ridurre le perdite originate dall'andamento rialzista dei corsi azionari.

In particolare, nella relazione c'è un grafico – comunque descrivo adesso gli andamenti – in cui sono messi in relazione l'andamento del prezzo del titolo Gamestop e l'andamento del *Short Interest*, dato mensile. Si nota che nel periodo dal 14 al 27 gennaio lo *Short Interest*, quindi la posizione ribassista, è passata da 61 milioni di azioni Gamestop, pari all'89 per cento del capitale sociale e il 123 per cento del flottante, a 21 milioni, pari al 31 per cento del capitale sociale e al 40 del flottante, con una riduzione di 40 milioni. Quindi la riduzione delle posizioni ribassiste si è ve-

rificata nella prima parte di gennaio e non a marzo. Questi 40 milioni di azioni, che costituiscono gli acquisti a chiusura delle posizioni ribassiste dei fondi, hanno rappresentato il quattro per cento circa dei volumi scambiati sul titolo nell'intero periodo. Nel corso dei mesi successivi lo *Short Interest* ha continuato a ridursi, anche se in maniera più graduale. Dal 24 febbraio al 10 marzo vi è stato un secondo *trend* rialzista, durante il quale la riduzione dello *Short Interest* è stata molto meno significativa, da 14 a 10 milioni di azioni Gamestop; gli acquisti a copertura delle posizioni pari a quattro milioni di azioni hanno rappresentato lo 0,6 circa di volumi scambiati. Quindi, nella sostanza l'operazione di Golia si era chiusa a gennaio anche se Davide continuava a fomentare il rialzo del titolo.

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 statunitensi) e registrato presso la SEC. Si stima che i clienti di Robinhood, soprattutto giovani, siano passati da 500.000 nel 2014 a 13 milioni nel 2020.

La forte crescita dell'utilizzo delle cosiddette « 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 né di MTF (*Multilateral Trading Facilities*), né di OTF (*Organized Trading Facilities*), usando la terminologia MIFID2 (*Markets in Financial Instruments Directive*) né tanto meno di mercati regolamentati, ma alle applicazioni utilizzate nell'interazione con la clientela da *broker/dealer* e il cliente.

La *app* offerta da Robinhood è dotata di un'interfaccia molto intuitiva, che non addebita alcuna commissione ai clienti. Le principali fonti di ricavo derivano dal margine di interesse sui depositi dei clienti, dalle commissioni sulla attività di marginazione, quindi l'effetto leva, i prestiti for-

niti per investire al di sopra del capitale 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 2021). Gli ordini vengono trasmessi, tramite *order routing*, quindi in maniera automatica, ad operatori ad alta frequenza (HFT), che riconoscono al *broker* somme variabili in funzione della dimensione del flusso di ordini.

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 prezzo. Si tratta di una strategia tipica degli operatori ad alta frequenza che consente profitti rilevanti grazie all'ampiezza dei volumi gestiti e al loro valore informativo, oltre alla velocità di esecuzione.

Dopo l'incremento giornaliero a tre cifre del prezzo delle azioni Gamestop del 27 gennaio, Robinhood e altre piattaforme di negoziazione americane hanno repentinamente imposto alcuni limiti alla possibilità per i propri clienti di operare in acquisto sulle azioni Gamestop e su altri titoli oggetto dell'attività speculativa. Tale scelta ha impedito, di fatto, la partecipazione alla negoziazione dei clienti *retail* e privato il titolo della pressione rialzista che ne stava sostenendo il prezzo. Come abbiamo visto prima, anche le esigenze di chiusura delle posizioni degli *short seller* in questo secondo periodo veniva meno, quindi gli acquisti anche da parte loro non c'erano, per cui il titolo è sceso repentinamente. Questa richiesta di chiusura è stata fortemente criticata dagli utenti delle piattaforme, perché i clienti *retail* sono andati incontro a rilevanti perdite, in quanto il prezzo si è sostanzialmente dimezzato e hanno lamentato connivenza tra piattaforme e investitori istituzionali e ribassisti.

Le circostanze che hanno portato alla introduzione delle limitazioni degli ordini all'acquisto da parte di Robinhood sono state chiarite il 18 febbraio in occasione delle audizioni al Congresso USA. Oltre ai servizi di *brokeraggio*, Robinhood fornisce anche servizi di *clearing* ai suoi clienti,



attraverso la partecipazione, come *clearing member*, alla controparte centrale statunitense che è la *National Securities Clearing Corporation* (NSCC). Robinhood è quindi tenuta a versare margini a NSCC a copertura delle esposizioni dei propri clienti.

A seguito dell'elevata volatilità del 27 gennaio, le esposizioni derivanti dalle posizioni aperte sul titolo Gamestop hanno causato un notevole incremento delle richieste di margine da parte della controparte centrale statunitense. In particolare, l'incremento dell'esposizione ha determinato a diversi *clearing member* – tra cui Robinhood – il superamento di una soglia limite, facendo scattare l'applicazione della componente addizionale (detta *excess capital premium charge*), cioè al di sopra di un certo livello di marginazione aggiuntiva c'è anche un eccesso, un *buffer* per gli ulteriori rischi. Tale circostanza ha generato una richiesta complessiva di margini da parte della *clearing house* pari a circa tre miliardi di dollari per Robinhood.

Al fine di contenere le esposizioni prima dell'apertura del 28 gennaio, Robinhood ha informato la controparte centrale statunitense della propria decisione di introdurre limiti in acquisto su Gamestop e su altri titoli volatili. A seguito di tale richiesta la controparte centrale NSCC ha ritirato la richiesta di *excess capital premium charge*, per tutti i *clearing members*.

Un altro elemento importante nella vicenda Gamestop è costituito dal ruolo dei cosiddetti *social*, che avrebbero spinto gli acquisti, soprattutto sul forum « r/WallStreetBets » di Reddit, che conta dieci milioni di membri, una sorta di *flashmob* delle negoziazioni. La facilità delle comunicazioni digitali potrebbe essere in generale un vantaggio per gli investitori perché agevola e diffonde la conoscenza di informazioni sulla situazione dell'emittente, sul suo andamento borsistico, su eventuali strategie di investimento.

La vicenda specifica, tuttavia, ha evidenziato alcuni elementi di attenzione, primo tra tutti quello dell'affidabilità delle fonti informative e quello della reale natura delle informazioni trasmesse tramite *social*, ovvero se possano configurarsi o meno come

vere e proprie raccomandazioni di investimento.

Queste ultime nel contesto regolamentare europeo e in particolare il regolamento degli abusi di mercato, sarebbero soggette a particolari tutele, quali una loro corretta presentazione e con l'obbligo di indicare chiaramente la natura, l'affidabilità delle fonti e la *disclosure* di eventuali conflitti di interesse. A questo proposito, però va riconosciuto che potrebbe essere davvero complesso distinguere e classificare il tipo di comunicazioni che si svolgono via *social*. Quindi il problema dei *social* è uno dei problemi aperti, soprattutto come mezzi, non tanto come regole.

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 (cosiddetto *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*, possono essenzialmente essere riconducibili a due macro categorie. Le piattaforme innovative, realizzate prevalentemente da imprese di investimento autorizzate in altri Paesi dell'Unione europea 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 o nulle, rivolgendosi prevalentemente ad un *target* di clientela caratterizzata da ridotta esperienza in materia di investimenti finanziari. Tali operatori danno anche la possibilità di negoziare a leva ovvero di impiegare solo la parte delle disponibilità liquide. Il livello delle commissioni, delle *fee* è molto basso e in alcuni casi asseritamente nullo, con alcune differenze in termini di strategia commerciale. Alcuni magari lo rendono nullo dopo un certo livello di volumi. Dal punto di vista del modello di *business* tali operatori – in

modo simile a Robinhood – puntano alla dimensione, all'ampiezza dei volumi aggregati che consentano profitti grazie all'applicazione di differenziali di prezzo leggermente peggiorativi rispetto ai mercati.

Poi ci sono le piattaforme tradizionali di *trading on-line*, rese disponibili da intermediari (banche o imprese di investimento sia italiane che europee) che offrono la possibilità di investire su un'ampia gamma di strumenti finanziari. Le piattaforme sono collegate anche a strumenti di analisi e di informativi avanzati e sono autorizzate da clientela *retail* generalmente più evoluta. Questi operatori adottano modelli di *business* differenti rispetto alla categoria precedente e uno degli elementi principali della differenziazione è rappresentato dal sistema di commissioni che, pure essendo commisurato alla frequenza del *trading*, prevede in ogni caso costi variabili e costi fissi a carico del cliente. Inoltre, l'offerta comprende piattaforme con funzionalità più avanzate da un punto di vista delle analisi e delle funzioni – quindi più complete – e, pertanto, rivolte a clientela più esperta.

Un aspetto che accomuna le piattaforme tradizionali a quelle innovative è la possibilità di operare in leva. In tal caso l'intermediario stabilisce però un sistema di *stop-loss*, automatico. Per ogni titolo viene fissato un prezzo di ricopertura che chiude automaticamente l'operazione inviando un ordine al mercato. I sistemi di *stop-loss*, soprattutto in condizioni di mercati 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 discendente e quindi sfavorevole. In questi casi si determina l'immissione contemporanea di un grande volume di ordine di vendita, dovuta all'attivazione degli *stop-loss* che accelera il *trend* ribassista.

La CONSOB monitora costantemente il livello di vendite allo scoperto e altre operazioni ribassiste sui titoli azionari italiani (cosiddette « posizioni nette corte » o PNC).

Dalle analisi condotte dalla CONSOB sui dati delle posizioni nette corte comunicate ai sensi della normativa europea, è emerso che le tre società italiane maggiormente *shortate* presentano rapporti tra posizioni nette corte e capitale sociale o posizioni nette corte e flottante molto distanti da quelli rilevati da Gamestop, inferiore anche di dieci volte.

Al 31 dicembre del 2020 le PNC su azioni italiane rappresentavano lo 0,8 per cento della capitalizzazione del mercato e l'1,25 del flottante, mentre – come avevamo visto – per gli Stati Uniti la media dello *short interest* era il 3,5 sul flottante delle azioni statunitensi.

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

Il quadro normativo MIFID2/MiFIR prevede obblighi specifici sia per gli operatori che per le sedi di negoziazione relativamente all'istituzione di sistemi e controlli volti a garantire una negoziazione corretta e ordinata e a consentire un'esecuzione efficiente degli ordini.

Gli operatori, in particolare, sono tenuti a dotarsi di controlli quali filtri sui prezzi, filtri sulle quantità, sul controvalore e sul numero di ordini immessi, sistemi automatici di allarme che, tenuto conto della tipologia di attività dell'operatore, preven- gono l'immissione di proposte anomale per prezzo, quantità, controvalore e numero. Gli operatori devono, poi, assicurare di essere in grado di cancellare le proposte anomale immesse o, se necessario, di limitare la possibilità di immettere proposte per il sistema di interconnessioni.

I mercati di Borsa Italiana prevedono per tutte le *trading venues* gestite (MTF e mercati regolamentati): parametri di variazione massima in termini di quantità, controvalore e prezzo delle proposte di negoziazione, sistemi di *circuit breaker* per la gestione della volatilità dei prezzi e dispositivi di monitoraggio delle negoziazioni in tempo reale e in differita. Specifici presidi

devono essere, inoltre, implementati dalle sedi dei gestori di negoziazione in termini di controlli pre-negoziazione.

Con riferimento ai *circuit breaker*, il sistema adottato per i mercati gestiti da Borsa Italiana si basa sul monitoraggio automatico dei *book* di negoziazione teso a prevenire e a controllare la volatilità dei prezzi. Tutti i mercati sono sottoposti ad un meccanismo automatico di *trading halt* che al raggiungimento delle soglie di variazione rispetto al prezzo statico o al prezzo dinamico sospende le negoziazioni e avvia una fase 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 una intera seduta di negoziazione, elimina i fenomeni più macroscopici di disallineamento con i valori fondamentali della società.

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

Alla attività di Borsa Italiana e dei gestori dei mercati regolamentati si aggiunge l'attività di vigilanza della CONSOB attraverso il monitoraggio su base giornaliera dell'andamento delle negoziazioni. La CONSOB può adottare interventi di divieto delle assunzioni di posizioni nette corte oppure esercitare i propri poteri di sospensione ed esclusione diretta degli strumenti finanziari dalle negoziazioni.

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 presenti sul titolo *investing.com* hanno lanciato l'idea di implementare una strategia di *short squeeze* sulle azioni TISCALI per la seduta di lunedì primo febbraio 2021 ispirandosi alla vicenda statunitense.

Nella seduta del 28 gennaio sono stati rilevati diversi messaggi *social* che incitavano gli investitori a inserire ordini di

acquisto di massa. L'ingente afflusso di ordini di acquisto ha fatto attivare, sin dalla preapertura, continue sospensioni delle negoziazioni. Negoziazioni che, di fatto, sono durate pochi secondi nell'arco dell'intera seduta.

Complessivamente è stato negoziato solo il 3,14 del capitale sociale dell'emittente e hanno operato 815 intermediari, a fronte di 800 committenti finali, di cui 723 persone fisiche. Al 29 gennaio le posizioni nette corte sul titolo sono risultate di ammontare contenuto, con una sola posizione netta corta pari allo 0,59 del capitale sociale, oggetto di comunicazione pubblica.

Nel corso delle sedute successive il prezzo dell'azione TISCALI ha fatto registrare un andamento negativo, attestandosi su valori di poco superiori a quelli precedenti agli acquisti di massa. In sintesi, nonostante l'appello lanciato sui *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 delle negoziazioni implementati da Borsa Italiana hanno evitato spirali rialziste simili a quelle osservate nel titolo Gamestop.

Il rialzo del prezzo registrato sulle azioni TISCALI non è stato un caso isolato, si sono verificate anche situazioni simili sul titolo E-PRICE e EXPERT SYSTEM.

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, il regolamento *short selling*, prevede, invece, che l'investitore finale debba comunicare all'autorità di vigilanza competente per il titolo la propria posizione netta corta su ogni azione quando essa raggiunge una soglia rilevante. Quindi ogni giorno al raggiungimento della soglia.

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



Il regolamento prevede, quali soglie rilevanti per la comunicazione, lo 0,2 del capitale sociale dell'emittente e ogni successivo 0,1. La soglia iniziale è stata ridotta allo 0,1 dall'ESMA, nel periodo della pandemia, dal 16 marzo 2020 al 19 marzo 2021, anche se è stato ripristinato lo 0,2 ma adesso l'ESMA ha proposto alla Commissione europea di nuovo l'abbassamento della soglia perché ritiene che lo 0,1 sia una soglia rilevante, da far conoscere le posizioni nette corte alla autorità, anche alla luce, credo, della vicenda Gamestop.

In conclusione. Negli Stati Uniti è pubblicato ogni due settimane lo *short interest*, ovvero un dato di posizione netta corta simile a quello europeo ma con la fondamentale differenza che non sono incluse le altre posizioni ribassiste.

In Europa sono comunicate ogni giorno le posizioni nette corte che superano le soglie previste, che includono posizioni in contratti derivati e altri strumenti finanziari. Però il dato pubblico include solo le posizioni nette corte superiori allo 0,5; le altre sono informazioni a disposizione dell'autorità.

Le informazioni disponibili all'autorità competente rendono possibile la conoscenza con frequenza giornaliera dell'identità dell'investitore finale e della sua posizione netta complessiva, fermo restando lo 0,2 del capitale.

Per completezza è opportuno chiarire 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.

La vicenda Gamestop ha evidenziato in modo emblematico alcuni elementi di attenzione. La elevata volatilità e il *trend rialzista* delle quotazioni non sono sempre risultati correlati ai fondamentali dell'azienda ma a comportamenti convergenti di un gran numero di investitori *retail* innescati e spinti dai *social*.

Per gli investitori *retail* è stato fondamentale l'utilizzo di piattaforme di *trading* innovative caratterizzate da grande immediatezza e da assenza di commissioni.

Le azioni-bersaglio erano oggetto di vendite allo scoperto per volumi, almeno negli Stati Uniti, estremamente elevati.

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.

La gratuità delle « piattaforme » di *trading* come Robinhood è strettamente legata a un modello di *business* centrato sulla vendita degli ordini ai grandi operatori ad alta frequenza.

Attualmente in Italia le piattaforme di *trading* di azioni, sebbene l'operatività dei clienti *retail* non sia marginale, hanno caratteristiche molto diverse da quelle osservate negli Stati Uniti, perché risultano gestite da banche e imprese di investimento comunitarie che operano come aderenti diretti dei mercati e sono sottoposti a una serie di presidi e obblighi della regolamentazione UE e in particolare MIFID2.

Le regole di funzionamento dei mercati italiani prevedono specifici presidi in termini di controlli pre e post negoziazione – abbiamo visto le sospensioni automatiche, *trading halt* – idonee a limitare l'impatto di fenomeni anomali come quelli emersi nella vicenda Gamestop.

I piccoli investitori, nonostante le battaglie dichiarazioni di intenti, possono anch'essi subire ingenti perdite. Nel caso Gamestop, dopo la sospensione delle negoziazioni da parte delle piattaforme per motivi di *clearing* 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 AT+2 con un contenimento dei rischi di liquidità derivanti dalle situazioni di elevata volatilità. Questa è una delle richieste che ha generato la sospensione da parte delle piattaforme di negoziazione.

Il mercato dei servizi finanziari sta subendo un'evoluzione, seppure ancora poco visibile in Italia, caratterizzata da nuovi modelli di *business* studiati per nuove ti-

pologie di investitori, da comportamenti *social* e sensibili nuove forme operative di *marketing* come i *millennials*. Ciò sta determinando il fenomeno della cosiddetta *gamification* dell'investimento finanziario (l'investimento assume una natura di 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*, può avere un intervento significativo anche nella finanza.

Dal punto di vista delle Autorità di mercato è 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* rispetto a questi nuovi rischi per l'investitore.

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

Il 17 febbraio l'ESMA ha pubblicato uno *statement* legato alla vicenda Gamestop articolato in tre parti.

Una prima parte introduttiva riguarda la possibilità che, nonostante le differenze tra i due sistemi, episodi di estrema volatilità del *trading* azionario possono 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 a informazioni provenienti da fonti attendibili e che abbiano presente i loro obiettivi di investimento, i benefici della diversificazione e la capacità di sopportare le 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 quando questi investono a leva, cioè con risorse non proprie.

La terza e ultima parte dello *statement* ricorda che l'attività di scambio informativo volta alla definizione di strategie comuni di investimento, così come la diffusione di informazioni false e fuorvianti su emittenti o titoli possono integrare le fattispecie di abuso di mercato. L'ESMA richiama alla attenzione sul rispetto dei requisiti previsti sulla diffusione della raccomandazione dell'investimento.

In seguito alla emanazione dello *statement* la CONSOB ha scritto all'ESMA di 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.

Pochi giorni dopo la pubblicazione dello *statement*, 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 europeo, 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 di recente, il 20 aprile 2021, e si stanno raccogliendo in questi giorni i commenti del mercato. La CONSOB pensa di rispondere a questa richiesta di commenti.

La strategia mira ad affrontare in modo sistematico alcuni problemi del quadro regolamentare. Oggi le regole a protezione degli investitori risultano frammentate in una serie di atti legislativi europei diversi, MiFID, PRIIPS, UCITS, IDD, con un approccio che varia dalla disciplina e da regole di trasparenza sulla attività di consulenza a una disciplina sui prodotti (PRIIPS). Ciò può rendere più complesso per gli investitori assumere consapevolmente decisioni di investimento. A ciò si aggiunga, come dimostra il caso di Gamestop, che le modalità di

interazione innovativa tra intermediari e clienti con l'uso di piattaforme digitali e *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 dovrebbero essere conclusi entro 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* e per le chat on-line, nonché per le regole dei conflitti di interesse dei broker che non fanno pagare commissione grazie alla vendita degli ordini ricevuti. Il rappresentante della Commissione europea ha riferito che nell'attuale quadro MiFID, alcuni Stati membri, grazie alle regole sui conflitti di interesse *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, questa sul *retail investment*.

Per quanto riguarda il tema della manipolazione del mercato, il Regolamento europeo MAR è stato considerato adeguato ad affrontare casi di manipolazione coordinata per i quali si potrebbero, tuttavia, porre problemi di efficacia delle indagini e questioni di *privacy* o di legittimità nell'acquisizione del traffico dati. Tra l'altro, non sarebbe agevole dimostrare l'esigenza di un accordo tra centinaia o migliaia di investitori nel diffondere segnali informativi direzionali per trarre vantaggio dall'aumento del prezzo del titolo.

In generale è stato sottolineato che nell'Unione europea, grazie a un quadro di regole molto rigoroso e alla prevalenza del mercato delle applicazioni digitali degli stessi intermediari tradizionali, è meno probabile che avvenga quanto è successo negli Stati Uniti, anche se la tendenza alla *gamifica-*

*tion* può abbassare l'attenzione e la consapevolezza.

Anche la CONSOB ha pubblicato il 13 aprile 2021 un proprio *statement* collegato alla vicenda Gamestop.

Nel documento si afferma che le potenziali implicazioni transfrontaliere e gli specifici elementi di novità derivanti da episodi come Gamestop necessitano di ulteriori approfondimenti e che non sono infondati i timori su una loro possibile ripetizione e diffusione sui mercati europei, pur in presenza di una disciplina armonizzata sulle posizioni nette corte di una microstruttura dei mercati che operano con meccanismi di sospensione delle negoziazioni.

La CONSOB ha ricordato che il proliferare di piattaforme di *trading* operanti come sistemi di raccolta di ordini – con importi minimi di ingresso molto limitato 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 sulle proprie negoziazioni affinché siano copiate e replicate (il cosiddetto «*mirror trading*»). Ciò comporta il rischio di integrare ed enfatizzare eventuali effetti distorsivi di potenziali manipolazioni di mercato.

Secondo le analisi preliminari della CONSOB le principali imprese autorizzate operanti in Italia tramite piattaforme sul modello Robinhood sono dotate di passaporto europeo MiFID, perché sono abilitate in alcuni – pochi – Stati membri. È tuttavia in costante crescita il numero delle piattaforme di *trading on-line* non autorizzate.

ELIO LANNUTTI. Presidente, sull'ordine dei lavori, noi abbiamo Aula alle 16.30. Chiedo, quindi, alla dottoressa di ritornare.

PRESIDENTE. Se può concludere velocemente e poi magari torna in un'altra audizione.

MARIA ANTONIETTA SCOPELLITI, *Segretaria generale della CONSOB*. Concludo con la parte relativa alla proposta. Come abbiamo detto, la CONSOB ha scritto al-

l'ESMA, chiedendo di approfondire con attenzione i temi sollevati dalla vicenda Gamestop e soprattutto di approfondire la forte e crescente attività *cross border* che arriva da intermediari che, come abbiamo visto, operano in Italia con passaporto MiFID.

I lavori avviati prevedono specifiche ricognizioni nelle giurisdizioni europee, approfondite e mirate sul tema dei conflitti di interessi, relativamente ai casi in cui vengono pagate delle *fee* per la vendita degli ordini di negoziazione.

Anche in ESMA ci saranno delle *peer review* sull'attività *cross border* di alcune *investment firms* di Paesi membri.

Inoltre, è prevista anche un'educazione finanziaria dei cittadini insieme a EBA ed EIOPA per preparare ai rischi per gli investitori e al ruolo dei *social media* per le piattaforme non regolamentate nello scambio per le intenzioni di investimenti.

Sul fronte del contrasto degli abusivismi è importante ricordare che l'articolo 32 della legge comunitaria all'esame del Senato, nel dare attuazione al regolamento comunitario in materia di tutela dei consumatori, introduce due elementi di novità molto importanti anche negli 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*. La CONSOB vuole approfondire il fenomeno anche per elaborare una 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 una adeguata dotazione di risorse tecnologiche e competenze specializzate.

PRESIDENTE. Prego, collega Rizzone.

MARCO RIZZONE. Grazie. Ringrazio la dottoressa Scopelliti per l'*excursus* storico su Gamestop. Gamestop è stata sicuramente oggetto di speculazioni e di contro speculazioni anche amplificate dalle piattaforme *social* ma rimane un'azienda con un *business* nella quale potenzialmente un investitore può credere e decidere di rischiare.

A mio avviso, il problema è che il caso Gamestop è la punta di un *iceberg* fatto anche di titoli, a volte virtuali, che non hanno un *business* sottostante, titoli quotati in mercati paralleli che sfuggono al controllo degli organi come la CONSOB e come gli altri organi di controllo internazionale.

Più che una relazione *ex post* di ciò che è avvenuto, ci piacerebbe capire come CONSOB intende intervenire a tutela dei consumatori e dei cittadini inesperti che si ritrovano, grazie alle piattaforme *web*, a rischiare il proprio capitale nell'illusione di fare i soldi facili tramite il *trading on-line*.

A tal proposito le chiedo qual è la posizione della CONSOB sulle criptovalute. Il *trading* delle criptovalute è una pura speculazione molto più ampia di quello che può avvenire su titoli come quello di Gamestop, trattandosi a volte anche di schemi Ponzi mascherati.

Vorrei capire se CONSOB sia consapevole di questo e come intende tutelare i cittadini che si affacciano al *web* e trovano con facilità la possibilità di « tradare » sulle criptovalute e se dobbiamo aspettare che scoppi la bolla prima di intervenire.

Se anche noi legislatori possiamo fare qualcosa sulla base delle vostre indicazioni, la facciamo volentieri. Grazie.

PRESIDENTE. Collega Ferro.

MASSIMO FERRO. Sull'ordine dei lavori, presidente. Sono l'unico senatore e io devo andare. È una Commissione bicamerale e quindi le chiederei di interrompere qui per dare la possibilità ai colleghi di andare. È stato interessantissimo ma c'è l'Aula che sta iniziando.

PRESIDENTE. Scusi, la precedo, perché ho capito il concetto e non voglio rubarle



tempo. A questo punto sicuramente la dottoressa Scopelliti tornerà perché effettivamente hanno ragione e la materia è estremamente corposa.

D'altronde, come sappiamo, noi siamo sempre nell'incastro tra Camera e Senato e quindi dobbiamo fare un seguito di questa audizione.

Avendo eliminato tutta la parte introduttiva, ci potremmo concentrare sul dibattito. Prego, collega D'Ettore.

FELICE MAURIZIO D'ETTORE. Scusi, dottoressa, ovviamente non dipendono da lei le tempistiche delle Camere. La ringraziamo di tornare per consentire a noi e ai colleghi del Senato l'approfondimento del tema che è stato correttamente posto all'ordine del giorno dalla Commissione.

A me interessa il *trading on-line* in generale. Quella è la questione che più di altro mi interessa perché è evidente che l'utilizzo di piattaforme esterne rispetto alla possibilità del soggetto di avere un rapporto diretto e l'utilizzo delle piattaforme digitali sulla base anche di una possibilità senza tempo di accesso, pongono una serie di problemi sul piano giuridico.

Ho visto, nei cenni che ha fatto, che ci sono dispute sia nella dottrina che nella giurisprudenza. Non è un quadro chiarissimo, soprattutto sull'adeguatezza dell'operazione e l'utilizzo del *trading on-line* con i limiti della adeguatezza, che è il tema centrale sul quale si pone giustamente anche l'attenzione della CONSOB.

Sul tema dell'adeguatezza e dell'utilizzo a volte smodato del *trading on-line* devo dire che gli operatori, in parte, stanno maggiormente controllando e anche i singoli investitori sono meno invogliati a utilizzare questo strumento mentre mi ricordo che qualche anno fa, invece, era un tema di grandissima attualità.

Nonostante tutto, so che il regolamento CONSOB prevede esattamente proprio la questione dell'adeguatezza, adeguatezza che è anche riferita ai nuovi modelli operativi digitali — qui l'oggetto della sua relazione — che si stanno ora sovrapponendo. Vi è la possibilità che tramite il *trading on-line* entro in rete, utilizzo la piattaforma della banca o dell'intermediario, riesco a essere

operativo 24 ore su 24 sui diversi mercati, muovendomi anche nel limite del gioco e della scommessa, andare oltre il limite ordinario dell'investimento ed entrare in un'altra fattispecie rispetto al contratto che è stato stipulato.

Da un lato vi è l'adeguatezza, dall'altro vi è il rischio di poter accedere tramite la piattaforma dell'intermediario 24 ore su 24, anche se i nuovi sistemi consentono una replicazione continua dell'attività e anche la possibilità che si passi dal semplice contratto di investimento che utilizza lo strumento telematico a un'altra tipologia che è consentita, soprattutto per operatori che operano indirettamente con le piattaforme dei gestori italiani, come lei ben sa.

Le chiedo, quindi, in che modo si vuole affrontare questo tema che la CONSOB ha sempre affrontato con grande oculatezza e le cui norme sono chiare. Tuttavia, la *lex mercatoria* si è mossa in maniera più libera.

Volevo avere un chiarimento su questi due aspetti, sapendo bene che voi siete già intervenuti e che vi è una forte attenzione. Grazie.

PRESIDENTE. Prego.

RAPHAEL RADUZZI. Faccio anch'io una domanda. In questo *report* ricordavate molto precisamente che uno dei fattori determinanti sottostanti a tutta questa vicenda è la sostanziale gratuità di piattaforme quali Robinhood, dove molto spesso vige il principio che se un servizio è gratuito, il prodotto sei tu. Infatti, veniva ricordato come uno dei primi introiti di Robinhood derivi dalla vendita degli ordini agli operatori di alta frequenza che sono dei colossi come Citadel e quant'altro che operano sul mercato.

In questo senso recentemente avevo visto che anche la FINRA aveva multato questi operatori per delle situazioni di *front running*, ovvero l'utilizzo di questi ordini per piazzare a livello di fondo proprio dei guadagni, arrivando prima del *retail*.

Le chiederei di approfondire questo aspetto e chiarire se anche a livello di normativa europea ci possano essere dei



casi del genere e come si può implementare una normativa per evitare dei conflitti di interesse sostanziali.

Leggevo che vi era una parte anche dell'audizione della SEC, che magari approfondirò più tardi. La ringrazio.

**PRESIDENTE.** Prego, dottoressa Scopelliti.

**MARIA ANTONIETTA SCOPELLITI, Segretaria generale della CONSOB.** Allora, l'audizione della SEC l'ho saltata nella lettura per motivi di tempo però anche quella è un fatto molto interessante per capire la riflessione.

Vado a ritroso e parto dalla risposta sulla gratuità. Il problema non è tanto che sia gratis, il problema è come si remunerano queste società. La vendita degli ordini a questi operatori effettivamente è tra le ipotesi di abuso di mercato da approfondire, cioè proprio quella di profittare della conoscenza che ci sono queste masse di ordini di acquisto per posizionarsi – come l'operatore Citadel o Virtu – in conto proprio in una posizione che fa lucrare all'intermediario che riceve questi ordini maggiormente rispetto agli altri clienti. Charamente questo è un aspetto che deve essere esaminato sotto il profilo dei conflitti di interesse, perché se questo operatore beneficia del maggiore profitto tra i prezzi, non è certamente una *best execution* – tanto per ritornare nel mondo dei servizi di investimento – e così ci sono dei conflitti di interesse. In alcuni casi, però, la questione potrebbe configurare addirittura un abuso di mercato. Il problema, sia nell'ambito dei conflitti di interesse che nell'ambito degli abusi di mercato, è la modalità elettronica e quasi automatica con cui vengono trattate queste masse di ordini e veicolate per raggiungere l'obiettivo di far massimizzare le differenze di prezzo più favorevoli all'intermediario. Quindi, vi è tutta quella parte riferita alla necessità di dotarsi di strumenti di indagine adeguati alla digitalizzazione e all'innovazione di questa modalità di negoziazione.

Questo è relativo al lato operativo ma nella mia relazione sottolineo anche il lato

*social*, ovvero tutto quel lato di incitazione e di raccomandazione a investire e ad avere determinati comportamenti che è scollegata alla situazione dell'emittente e che può rappresentare una manipolazione informativa che ha dei riflessi molto negativi. Anche in questo caso occorre riconoscere chi è stato il primo a creare questo ambiente di incitazione ma è possibile che sia anche un algoritmo perché, come esistono i *troll* per insultare, possono esistere dei sistemi che in determinate situazioni decidono di puntare su quell'obiettivo e continuano a mandare messaggi che fanno capire che l'«effetto gregge» è sempre più ampio e quindi vai a fare parte di qualcuno che guadagnerà. C'è un mondo, che si deve confrontare con la parte più patologica dell'utilizzo dell'innovazione, che sicuramente va approfondito. In questo caso sembrerebbe che le regole esistano però è molto complesso arrivare ad accertare le violazioni.

Cercando di rispondere al discorso dell'adeguatezza e dei modelli digitali, credo che questa iniziativa dell'Unione europea della *retail strategy* sia veramente molto interessante, perché è un approccio non più per singolo strumento finanziario, per singolo mercato finanziario, per operatore autorizzato o non autorizzato, ma si pone dal lato del cliente per creare un testo unico dell'adeguatezza e della protezione dell'investitore *retail*. Questa rivoluzione, questa modalità di approccio diverso, che cerca di creare un testo unico delle protezioni che vengono tratte dalle varie direttive e che tengono conto anche degli approcci assicurativi, piuttosto che finanziari in senso stretto, sembra veramente una maniera abbastanza adeguata per avvicinare questo problema, che comunque esiste ed è soprattutto minacciato da questo discorso dell'automatismo, perché con la presenza umana è facilmente controllabile che sia assicurato un certo tipo di presidi, mentre con la presenza automatica lo è molto meno. In questo caso credo che gran parte di questi soggetti che operano a leva, che non pagano nulla e che sostanzialmente usano le applicazioni, sono in *execution only*, in assenza dei tradizionali pre-

sidi di appropriatezza e di adeguatezza che la normativa prevede.

Passiamo alla domanda relativa al *trading* che ha come sottostante strumenti quotati – immagino anche il riferimento a SFD o cose di questo genere – e *trading* in *crypto asset*. Secondo me il problema – lo accennavo al termine della relazione – è quello delle promesse di remunerazioni eccezionali, il problema della pubblicità e il problema di intervenire, come hanno fatto diversi Paesi tra cui la Francia, l’Inghilterra e recentemente anche la Spagna, che vietano le pubblicità su determinati tipi di prodotti come SFD o le *crypto asset* per esempio. Su tutto questo mondo che appartiene prevalentemente all’abusivismo, la CONSOB ha diversi poteri ma ha poteri di risposta e non poteri preventivi. È molto semplice vietare ma è facile anche accertare una violazione. Infatti, basta un esposto di qualcuno che ti dimostra che ha avuto una promessa di rendimenti eccezionali e tu puoi cominciare piano piano a individuare le violazioni. Non possiamo nascondere che il problema sia solo nazionale ma si potrebbe alzare una protezione ai nostri risparmiatori italiani, sanzionare questo tipo di promesse fatte attraverso la pubblicità che non è una pubblicità porta a porta, ma è una pubblicità tramite *banner* e *social*, risultando ancora più difficile da raccogliere. In ogni caso questa, secondo me, è la nuova frontiera per prevenire tutto questo. Nella relazione annuale che abbiamo consegnato al Parlamento nel 2020 abbiamo chiuso oltre 1.700 siti *web* abusivi, che sono tanti, ma magari sono pochissimi rispetto agli esistenti. Tuttavia, secondo noi dobbiamo introdurre anche qualcosa che ponga l’allerta del risparmiatore e la conoscenza anche di norme che se sono violate poi vengono multate a livello di promesse, a livello di *marketing* molto aggressivo e a livello di pubblicità. In altri Paesi ci si è già mossi in questa direzione.

La prossima volta potrei portare proprio gli esempi di queste normative, mi sembra che sia una strada interessante da seguire.

PRESIDENTE. Bene, questa è una buona notizia. Questa era una delle domande che volevo porle.

Dalla relazione emerge come sul *trading on-line* abbiamo, in linea di massima, due ordini di problemi: da un lato c’è il fenomeno dell’abusivismo e dall’altro vi sono operazioni significative poste in essere da imprese di investimento europee che operano in regime di libera prestazione di servizi in Italia e che sembrano violare alcune misure di divieto e restrizioni adottate dalla CONSOB, in particolare in materia di contratti per differenza e opzioni binarie.

Lei ha già risposto in parte ma le chiedo se, considerato che i flussi verso i siti oscurati dalla CONSOB transitano sul sistema bancario nazionale, l’unità di informazione finanziaria della Banca d’Italia sia in grado di ricostruire questi flussi di denaro.

Inoltre, le chiedo – anche su questo ha risposto in parte – nel caso di imprese che prestano servizi in ambito europeo e attività di investimento in Italia senza stabile succursale, se sia opportuno potenziare la possibilità della CONSOB di agire anche in caso di inerzia dell’autorità del Paese di origine, quindi l’autorità di vigilanza del Paese di origine dell’intermediario e se ci sono margini in ambito di legislazione europea.

MARIA ANTONIETTA SCOPELLITI, *Segretaria generale della CONSOB*. Allora, la legislazione europea in qualche modo prevede che la vigilanza, nel caso di imprese senza succursali, sia a carico dell’autorità *home*, però dà la possibilità all’autorità ospitante di avere una funzione in caso di inattività da parte dell’autorità *home*. Solo subordinatamente all’inerzia o alla insufficienza dell’autorità si può intervenire. In realtà, però, la procedura non è istantanea, perché bisogna fare le istanze e dimostrare tutto. Quello che noi abbiamo sperimentato con i siti abusivi è che molto spesso questi siti ricevono la punizione, vengono oscurati, cambiano dominio e ricominciano. Infatti, nei casi in cui siamo intervenuti dopo la prima azione dell’autorità *home*, passato un po’ di tempo, si è ripristinato tutto.

Nella sostanza noi abbiamo chiesto all'ESMA proprio questa azione di *enforcement* — come dicevo nell'ultima parte della relazione — perché sappiamo che ci sono alcuni Paesi in particolare dove si collocano questo tipo di iniziative, perché probabilmente c'è un'autorità più tollerante da questo punto di vista. Probabilmente saranno fatte delle *peer review* per controllare gli approcci di vigilanza che devono convergere da parte dell'ESMA. In realtà, visto che l'oggetto della normativa non è più il soggetto che presta i servizi bensì colui che li riceve — quindi il cliente —, speriamo che in questo nuovo ambito della protezione del *retail* e dell'iniziativa comunitaria si riesca a spostare la vigilanza a livello di autorità del Paese del risparmiatore. Tutto questo aiuterebbe a tutelare e a impegnare le autorità locali molto più direttamente di quanto non possano fare adesso.

PRESIDENTE. In linea con il concetto di prestazioni di servizi, il fruitore.

Non ho altri interventi e quindi consideriamo questa come audizione introduttiva. Chiediamo la disponibilità della dottoressa Scopelliti a tornare in Commissione per il seguito di questa audizione e le proponiamo come data orientativa l'8 giugno. Saluto la dottoressa e la ringrazio.

Dispongo che la documentazione consegnata dalla dottoressa Scopelliti sia allegata al resoconto stenografico della seduta odierna.

Dichiaro chiusa la seduta.

**La seduta termina alle 16.55.**

---

*Licenziato per la stampa  
il 10 novembre 2021*

---

ALLEGATO

**DOCUMENTI DEPOSITATI DA CONSOB**

---



**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)<sup>1</sup>.

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

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



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

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

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

### 1.1 LA PRESENZA DI SIGNIFICATIVE POSIZIONI CORTE SUL TITOLO GAMESTOP

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

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

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

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

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

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



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

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



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

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

## 1.2 IL RUOLO DELLE CD “PIATTAFORME DI TRADING”

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

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



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

La *app* offerta da RobinHood è dotata di una interfaccia molto intuitiva e non addebita alcuna commissione ai clienti. Le principali fonti di ricavo derivano dal margine di interesse sui depositi dei clienti, dalle commissioni sull’attività di marginazione (effetto leva) e dalle somme ricevute dagli operatori di mercato verso i quali viene indirizzato per la negoziazione il flusso degli ordini ricevuti dalla clientela (331 milioni di dollari nel primo trimestre 2021<sup>2</sup>). Gli ordini vengono infatti trasmessi, tramite *order routing*<sup>3</sup>, ad operatori ad alta frequenza (HFT) che riconoscono al broker somme variabili in funzione della dimensione del flusso di ordini<sup>4</sup>. 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 prezzo<sup>5</sup>. 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*)<sup>6</sup>.

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.

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

<sup>3</sup> 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.

<sup>4</sup> 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.

<sup>5</sup> 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>

<sup>6</sup> 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*"<sup>7</sup>) 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 - MAR<sup>8</sup>), 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*<sup>9</sup>.

<sup>7</sup> 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.

<sup>8</sup> 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."

<sup>9</sup> 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 finanziari<sup>10</sup>. 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 commerciale<sup>11</sup>. 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

<sup>10</sup> 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.

<sup>11</sup> 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 volte<sup>12</sup>.

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 statunitensi<sup>13</sup>).

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.

<sup>12</sup> 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% .

<sup>13</sup> 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-negoziazione<sup>14</sup>.

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 statico<sup>15</sup> e il prezzo dinamico<sup>16</sup>. 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 riferimento<sup>17</sup>. 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

<sup>14</sup> 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.

<sup>15</sup> 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.

<sup>16</sup> Pari al prezzo del contratto precedente.

<sup>17</sup> 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 massa<sup>18</sup>;
- 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 Europea<sup>19</sup>.

#### 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.

---

<sup>19</sup> 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 Gamestop<sup>20</sup>.

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 distortivi 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.

---

<sup>20</sup> 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](http://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"*)<sup>21</sup>.

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.

<sup>21</sup> Il testo dell'audizione è disponibile all'indirizzo

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



## CONSOB

### 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](http://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](http://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)<sup>1</sup>.

- 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*

---

<sup>1</sup> 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*")<sup>2</sup>.

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

---

<sup>2</sup>Inoltre, 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](http://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.



\*18STC0145110\*