

PUBBLICAZIONE TRIMESTRALE

ISSN: 2279-9737

Rivista
di Diritto Bancario

dottrina
e giurisprudenza
commentata

SUPPLEMENTO

OTTOBRE / DICEMBRE

2023

DIREZIONE

DANNY BUSCH, GUIDO CALABRESI, PIERRE-HENRI CONAC,
RAFFAELE DI RAIMO, ALDO ANGELO DOLMETTA, GIUSEPPE FERRI
JR., RAFFAELE LENER, UDO REIFNER, FILIPPO SARTORI,
ANTONELLA SCIARRONE ALIBRANDI, THOMAS ULEN

COMITATO DI DIREZIONE

FILIPPO ANNUNZIATA, PAOLOEFISIO CORRIAS, MATTEO DE POLI,
ALBERTO LUPOI, ROBERTO NATOLI, MADDALENA RABITTI,
MADDALENA SEMERARO, ANDREA TUCCI

COMITATO SCIENTIFICO

STEFANO AMBROSINI, SANDRO AMOROSINO, SIDO BONFATTI,
FRANCESCO CAPRIGLIONE, FULVIO CORTESE, AURELIO GENTILI,
GIUSEPPE GUIZZI, BRUNO INZITARI, MARCO LAMANDINI, DANIELE
MAFFEIS, RAINER MASERA, UGO MATTEI, ALESSANDRO
MELCHIONDA, UGO PATRONI GRIFFI, GIUSEPPE SANTONI,
FRANCESCO TESAURO+

COMITATO ESECUTIVO

ROBERTO NATOLI, FILIPPO SARTORI, MADDALENA SEMERARO

COMITATO EDITORIALE

GIOVANNI BERTI DE MARINIS, ANDREA CARRISI, ALESSANDRA
CAMEDDA, GABRIELLA CAZZETTA, PAOLA DASSISTI, ALBERTO
GALLARATI, EDOARDO GROSSULE, LUCA SERAFINO LENTINI
(SEGRETARIO DI REDAZIONE), PAOLA LUCANTONI, EUGENIA
MACCHIAVELLO, UGO MALVAGNA, ALBERTO MACER, MASSIMO
MAZZOLA, EMANUELA MIGLIACCIO, FRANCESCO PETROSINO,
ELISABETTA PIRAS, CHIARA PRESCIANI, FRANCESCO QUARTA,
CARMELA ROBUSTELLA, GIULIA TERRANOVA

COORDINAMENTO EDITORIALE

UGO MALVAGNA

DIRETTORE RESPONSABILE

FILIPPO SARTORI

NORME PER LA VALUTAZIONE E LA PUBBLICAZIONE

LA RIVISTA DI DIRITTO BANCARIO SELEZIONA I CONTRIBUTI OGGETTO DI PUBBLICAZIONE SULLA BASE DELLE NORME SEGUENTI.

I CONTRIBUTI PROPOSTI ALLA RIVISTA PER LA PUBBLICAZIONE VENGONO ASSEGNATI DAL SISTEMA INFORMATICO A DUE VALUTATORI, SORTEGGIATI ALL'INTERNO DI UN ELENCO DI ORDINARI, ASSOCIATI E RICERCATORI IN MATERIE GIURIDICHE, ESTRATTI DA UNA LISTA PERIODICAMENTE SOGGETTA A RINNOVAMENTO.

I CONTRIBUTI SONO ANONIMIZZATI PRIMA DELL'INVIO AI VALUTATORI.

LE SCHEDE DI VALUTAZIONE SONO INVIATE AGLI AUTORI PREVIA ANONIMIZZAZIONE.

QUALORA UNO O ENTRAMBI I VALUTATORI ESPRIMANO UN PARERE FAVOREVOLE ALLA PUBBLICAZIONE SUBORDINATO ALL'INTRODUZIONE DI MODIFICHE AGGIUNTE E CORREZIONI, LA DIREZIONE ESECUTIVA VERIFICA CHE L'AUTORE ABBA APPORTATO LE MODIFICHE RICHIESTE.

QUALORA ENTRAMBI I VALUTATORI ESPRIMANO PARERE NEGATIVO ALLA PUBBLICAZIONE, IL CONTRIBUTO VIENE RIFIUTATO. QUALORA SOLO UNO DEI VALUTATORI ESPRIMA PARERE NEGATIVO ALLA PUBBLICAZIONE, IL CONTRIBUTO È SOTTOPOSTO AL COMITATO ESECUTIVO, IL QUALE ASSUME LA DECISIONE FINALE IN ORDINE ALLA PUBBLICAZIONE PREVIO PARERE DI UN COMPONENTE DELLA DIREZIONE SCELTO RATIONE MATERIAE.

Rivista | dottrina
di Diritto Bancario | e giurisprudenza
commentata

SEDE DELLA REDAZIONE

UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI TRENTO, FACOLTÀ DI GIURISPRUDENZA, VIA VERDI 53,
(38122) TRENTO – TEL. 0461 283836

Quando le piattaforme (anche social) incontrano la divulgazione finanziaria: appunti sparsi su “Fintok”, IA e funzioni di vigilanza

SOMMARIO: 1. Premesse introduttive e inquadramento del problema. – 2. Fintok, “fin-influencing” e gli scenari della consulenza “social”. – 3. Gamestop, “democratizzazione” delle scelte di investimento e nuovi abusi di mercato “pandemici”: “poi non dite che non ve l’avevamo detto!”. – 4. *Influencer marketing*, *social network* e pubblicità occulta. Riflessioni a margine dei primi interventi dell’AGCM. – 5. Il quadro normativo in tema di contrasto alla disinformazione in ambito finanziario e le possibili applicazioni in ambito digitale. – 5.1. La disciplina europea e le disposizioni del Testo Unico della Finanza. – 5.2. Le condotte rilevanti nel mondo digitale declinate all’interno del Testo Unico della Finanza. – 5.3. La responsabilità civile e la diffusione di informazioni inesatte. – 6. È, quindi, possibile estendere l’attività di vigilanza ai *fin-Tokers* e ai social media? Spunti di ricostruzione e soluzioni applicative. – 6.1. DSA, codici di condotta, *trusted-flaggers* e meccanismi di risoluzione alternativa delle controversie. – 6.2. Ancora sugli abusi di mercato e sulla criptica figura dell’“esperto”. – 7. Considerazioni conclusive.

1. Premesse introduttive e inquadramento del problema

Nel contesto di mercato attuale caratterizzato dall’imporsi di *big data*, piattaforme, *social network*, il mondo del digitale sembra, ora, rappresentare la nuova frontiera della politica industriale. Al punto che il binomio tecnologie digitali/mercati finanziari è stato oggetto, nel corso degli ultimi anni, di una manualistica sconfinata che ha avuto il merito, anche grazie al contributo di autorevoli commentatori, di “squarciare il velo” su quel fenomeno eterogeneo ormai definito in maniera onnicomprensiva con il termine FinTech¹.

¹ Non si indulgerà oltre sulla nozione di FinTech ma si darà per acquisito, a titolo di premessa, che, in ambito finanziario, le innovazioni tecnologiche e digitali si sono sempre accompagnate ad una frammentazione della catena del valore dei servizi finanziari (“unbundling”) e ad una successiva ricomposizione della stessa in nuove formule operative (“rebundling”), che possono trovare la loro chiave di lettura, da un canto, in una progressiva marginalizzazione o disintermediazione degli operatori tradizionali e, dall’altro, nella creazione di nuove ed inedite forme di intermediazione. Per una panoramica dei contributi sul punto, si rimanda, tra gli altri, a A. SCIARRONE ALIBRANDI, *Innovazione tecnologica, regolazione e supervisione dei mercati*, in V. FALCE (a cura di), *Financial Innovation tra disintermediazione e mercato*, Torino, 2021, 1 ss.; G. LA SALA, *Intermediazione, disintermediazione, nuova*

intermediazione: i problemi regolatori, in M. CIAN, C. SANDEI (a cura di), *Diritto del Fintech*, Milano, 2020, 3 ss.; R. LENER, G. LUCHENA, C. ROBUSTELLA (a cura di), *Mercati regolati e nuove filiere di valore*, Torino, 2021, *ibidem*; M.T. PARACAMPO, *FinTech, evoluzioni tecnologiche e sfide per il settore bancario tra prospettive di cambiamento ed interventi regolamentari. Fenomenologia di un processo in fieri*, in M.T. PARACAMPO (a cura di), *FINTECH. Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, vol. II, Torino, 2021, 15 ss.; R. LENER, *Sviluppo del Fintech e trasformazioni dei mercati*, in M. PASSALACQUA (a cura di), *Diritti e mercati nella transizione ecologica e digitale*, Padova, 2021, 378 ss.; A. GENOVESE, V. FALCE (a cura di), *La portabilità dei dati in ambito finanziario*, in Consob, *Quaderni FinTech*, n. 8, 2021; P. CIPOLLONE, *Risposte (e proposte) della Banca d'Italia alle sfide dell'evoluzione tecnologica*, in *Riv. dir. banc.*, 2022, III, 603 ss.; F. MATTASSOGLIO, *Algoritmi e regolazione. Circa i limiti del principio di neutralità tecnologica*, in *Riv. reg. mercati*, 2018, II, 244 ss.; F. CIRAOLO, *L'ecosistema digitale e l'evoluzione dei mercati*, in *Riv. trim. dir. econ.*, Suppl. n. 4/2022, 342 ss.; V. FALCE, A. SCIARRONE ALIBRANDI, F. ANNUNZIATA, M. RABITTI, M. SIRI, *Intelligenza artificiale e FinTech*, in F. DONATI, A. PAJNO, A. PERRUCCI (a cura di), *Intelligenza artificiale e diritto: una rivoluzione? Amministrazione, responsabilità, giurisdizione*, vol. III, Bologna, 2022; V. FALCE, *Financial Innovation tra disintermediazione e mercato*, Torino, 2021; G. ALPA, *Fintech: un laboratorio per i giuristi*, in *Contr. impr.*, 2019, II, 377 ss. Nella dottrina straniera, D.W. ARNER, R.P. BUCKLEY, D.A. ZETSCHKE, *FinTech and the Four Horsemen of the Apocalypse*, University of Hong Kong Faculty of Law Research Paper No. 2022/49, UNSW Law Research Paper No. 22-30, September 2022; R.P. BUCKLEY, D.W. ARNER, D.A. ZETSCHKE, E. SELGA, *The Dark Side of Digital Financial Transformation: The new Risks of FinTech and the Rise of RegTech*, in *EBI (European Banking Institute), Working Paper Series*, n. 54, 2019, 1 ss.; T.C.W. LIN, *Artificial intelligence, finance, and the law*, in *Fordham Law Rev.*, Vol. 88, Issue 2, 531 ss. A livello domestico, un recente intervento legislativo ha, poi, completato e definito il quadro normativo oggi applicabile in Italia alle “cripto-attività”: il decreto-legge 17 marzo 2023, n. 25, (c.d. “Decreto Fintech”) “recante disposizioni urgenti in materia di emissioni e circolazione di determinati strumenti finanziari in forma digitale e di semplificazione della sperimentazione FinTech”, è stato convertito in legge n. 52/2023 e pubblicato sulla G.U. n. 112/2023 del 15 maggio 2023. Dal punto di vista dei contributi “istituzionali”, si veda l’Expert Group on Regulatory Obstacles to Financial Innovation (“ROFIEG”), istituito dalla Commissione europea nel 2018 per accertare l’idoneità del quadro giuridico e normativo dell’Unione europea al fine di permettere lo sviluppo del FinTech, che raccomandava l’adozione di una serie di misure incentrate su quattro macro-aree: a) la gestione dei rischi legati all’utilizzo di tecnologie innovative come l’intelligenza artificiale e la tecnologia di contabilità distribuita (“distributed ledger technology – DLT”), rischi da affrontare in una prospettiva fortemente trasversale e non limitata al settore finanziario; b) la riduzione della frammentazione nel mercato unico digitale e la conseguente armonizzazione della normativa a livello UE, al fine di garantire parità di condizioni ai diversi operatori del settore finanziario nell’utilizzo

Tale scenario, oltre a spingere gli intermediari “tradizionali” ad un ripensamento (se non una vera e propria conversione) dei propri *business models*, pone delicate questioni interpretative e applicative dal punto di vista della regolazione (oltre che della supervisione), che impongono una riflessione aggiuntiva sul *se* e *come* regolare tali nuove attività, *chi* le deve regolare (interrogativo che acquista il carattere dell’urgenza se solo si considera la marcata dimensione transnazionale dei mercati finanziari e la complessità del sistema di produzione delle fonti in ambito finanziario) e *quando* regolarle (stante l’imperativo di non frenare sul nascere l’innovazione imponendo prematuri vincoli normativi/regolatori).

Tale stato di cose solleva, quindi, la questione delle regole e, per questi motivi, la Commissione europea guidata da Ursula Von der Leyen ha avviato una grande stagione riformatrice nel tentativo di regolare per la prima volta un fenomeno che non era mai stato regolato, quella “prateria del nuovo mondo” finora accompagnata non dall’assenza di regole, ma da regole selettive espressione dell’autonomia di attori privati².

delle nuove tecnologie; c) l’adeguamento del quadro normativo dell’UE per facilitare l’innovazione digitale attraverso il contemperamento tra le opportunità offerte dal FinTech e la protezione dei dati; d) la valutazione del potenziale impatto della Fintech sui consumatori, sia dal punto di vista dell’inclusione finanziaria che dell’uso etico dei dati.

² L’assunto di base è che le regole disegnate per governare il vecchio mercato non paiono più adeguate a mitigare i rischi derivanti, ad esempio, dall’uso di algoritmi predittivi o di apprendimento automatico. E le regole private, decise dalle grandi piattaforme, frutto di autoregolamentazione, in risposta al proprio modello di *business* e ai propri codici di condotta, non soddisfano la neutralità dell’offerta e della domanda, perché sono selettive (vale a dire, spingono o rendono più facile la fruizione di alcuni contenuti rispetto ad altri). Tale percorso di riforma non nasce certo di recente, ma parte da lontano con una certa gradualità, prendendo le mosse, circa dieci anni or sono, dalla pubblicazione della prima di una serie di comunicazioni della Commissione europea incentrate sul valore dei dati, in funzione dell’avvio del futuro mercato unico dei dati, si snoda, poi, attraverso il rinnovato interesse per una disciplina *ad hoc* dell’intelligenza artificiale da parte delle istituzioni nazionali e delle istituzioni UE ed è culminato con una risposta forte in sede europea a seguito dell’adozione da parte della Commissione nel 2020 del celeberrimo pacchetto per la finanza digitale (c.d. “Digital Finance Package”), che prende atto delle varie applicazioni dell’innovazione tecnologica alla finanza in un’ottica di tutela dei consumatori e dei cittadini europei nella nuova economia dei dati e di protezione della stabilità del sistema finanziario. Per tenere traccia della molteplicità dei documenti

ufficiali, si veda U. VON DER LEYEN, *Un'Unione più ambiziosa. Il mio programma per l'Europa. Orientamenti politici per la prossima Commissione europea 2019-2024*, 16.7.2019; nonché Comunicazione della Commissione europea su “*L'intelligenza artificiale per l'Europa*”, COM(2018) 237 final, 25.4.2018; Comunicazione della Commissione europea, *Verso una florida economia basata sui dati*, COM(2014) 442 final del 2.7.2014. Si pongono in continuità anche le seguenti comunicazioni: “*Costruire un'economia dei dati europea*”, COM(2017) 9 final del 10.1.2017; “*Verso uno spazio comune europeo dei dati*”, COM(2018) 232; “*Strategia europea per i dati*”, COM(2020) 66 final, 19.2.2020. Si veda, inoltre, il Programma Strategico

Intelligenza	Artificiale	2022-2024
--------------	-------------	-----------

 (<https://innovazione.gov.it/notizie/articoli/intelligenza-artificiale-l-italia-lancia-la-strategia-nazionale/>) e Commissione europea, proposta di Regolamento (UE) sull'intelligenza artificiale (legge sull'intelligenza artificiale) del 21 aprile 2021, COM(2021) 206 final. A questa proposta di regolamentazione si affianca, più recentemente, la proposta di Direttiva (UE) relativa all'adeguamento all'intelligenza artificiale delle norme in materia di responsabilità extracontrattuale (direttiva sulla responsabilità da intelligenza artificiale) del 28 settembre 2022, COM(2022) 496 final. Queste regole di armonizzazione delineano una concezione antropocentrica dell'intelligenza artificiale nel tentativo di collegare gli effetti prodotti sulla realtà esterna dai sistemi di AI all'uomo e, in particolare, a fornitori e utenti. Sulla proposta di Regolamento (UE) sull'intelligenza artificiale (legge sull'intelligenza artificiale) del 21 aprile 2021, COM(2021) 206 final, si rinvia ai commenti di G. FINOCCHIARO, *La proposta di Regolamento sull'intelligenza artificiale: il modello basato sulla gestione del rischio*, in *Dir. inf.*, 2022, II, 303 ss.; G. RESTA, *Cosa c'è di 'europeo' nella proposta di Regolamento UE sull'intelligenza artificiale*, in *ivi*, 323 ss.; C. SCHEPISI, *Le “dimensioni” della regolazione dell'intelligenza artificiale nella proposta di regolamento della Commissione*, in *I Post di AISDUE* (aisdue.eu), IV, 2022, Sezione “Atti convegni AISDUE”, n. 16, 28 marzo 2022 Quaderni AISDUE, 330 ss.; F. DONATI, *Diritti fondamentali e algoritmi nella proposta di regolamento sull'intelligenza artificiale*, in *Dir. Un. eur.*, 2021, III-IV, 453 ss.; G. ALPA, *Quale modello normativo europeo per l'intelligenza artificiale*, in *Contr. impr.*, 2021, IV, 1003 ss.; G. CONTALDI, *Intelligenza artificiale e dati personali*, in *Ord. int. dir. um.*, 2021, V, 1193 ss.; T.E. FROSINI, *L'orizzonte giuridico dell'intelligenza artificiale*, in *Dir. inf.*, 2022, I, 12; C. CASONATO, B. MARCHETTI, *Prime osservazioni sulla proposta di regolamento della Commissione UE in materia di intelligenza artificiale*, in *BioLaw Journal – Rivista di BioDiritto* (biodiritto.org), 2021, III, 415 ss.; G. PROIETTI, *Intelligenza artificiale: una prima analisi della proposta di regolamento europeo*, in questa *Rivista*, maggio 2021. Al testo iniziale ha fatto seguito l'orientamento generale del Consiglio dell'Unione europea sulla proposta del 6 dicembre 2022, costituente tuttora la base dei preparativi per i negoziati con il Parlamento europeo. I pilastri del Digital Finance Package sono noti. Ne fanno parte due strategie, una per la finanza digitale Digital Finance Strategy designata per sostenere la finanza *data-driven*, una per i pagamenti al dettaglio (Retail Payments Strategy for the EU). Nonché due proposte di regolamento, una dedicata ad un quadro

Nuove regole, dunque, che rispondono a nuovi bisogni e che mirano a scongiurare nuovi scenari di incertezza: è un fatto, ad esempio, che l'attuale utilizzo di tecnologie di intelligenza artificiale stia già evidenziando la possibilità di amplificare taluni rischi già presenti nell'ecosistema finanziario e di generare nuovi potenziali criticità, conducendo a risultati "discriminatori" a spese dei consumatori *retail*.

Sulla base di tali premesse, l'approccio di studio che si intende sviluppare in questo contributo muove dalla presenza di un nesso

normativo sulle cripto-attività e sulle infrastrutture di mercato basate sulla tecnologia di registro distribuito (Regolamento MiCA), e una proposta di regolamento per un quadro normativo sulla resilienza operativa digitale nel sistema finanziario (DORA). Si veda Proposta di Regolamento del Parlamento Europeo e del Consiglio relativo ai mercati delle cripto-attività e che modifica la direttiva (UE) 2019/1937, Bruxelles, 24.9.2020 COM(2020) 593 final 2020/0265(COD). In data 17.3.2022, il Parlamento europeo in seduta plenaria ha adottato la sua posizione sul fenomeno delle cripto-attività, intervenendo sulla proposta di regolamentazione: si veda Report on the proposal for a regulation of the european parliament and of the council on Markets in Crypto-assets, and amending Directive (EU) 2019/1937, (COM(2020) 593 final-2020/0265(COD), A9-0052/2022. Più in generale, in data 24.11.2021, il Consiglio ha adottato un mandato a negoziare sul Regolamento MICA negoziale sull'accordo di partenariato economico. Il "trilogo" (il dialogo trilaterale tra i co-legislatori, tra Parlamento europeo, Consiglio e Commissione europea) è iniziato in data 31.3.2022 e si è concluso con un accordo provvisorio raggiunto il 30.6.2022. L'adozione formale del Regolamento MICA da parte del Consiglio si è perfezionata lo scorso 16.5.2023. Da ultimo, occorre citare anche Commissione Europea, Proposta di Regolamento del Parlamento Europeo e del Consiglio relativo alla resilienza operativa digitale per il settore finanziario e che modifica i regolamenti (CE) n. 1060/2009, (UE) n. 648/2012, (UE) n. 600/2014 e (UE) n. 909/2014, Bruxelles, 24.9.2020 COM(2020) 595 final 2020/0266(COD). Il Consiglio ha adottato un mandato a negoziare su DORA in data 24.11.2021. Il "trilogo" ha preso avvio lo scorso 25.1.2022 e si è concluso con un accordo provvisorio in data 10.5.2022. L'adozione finale da parte del Consiglio si è perfezionata lo scorso 28.11.2022. Si rimanda, per una prima analisi, a D.A. ZETZSCHE, F. ANNUNZIATA, D.W. ARNER, R.P. BUCKLEY, *The Markets in Crypto-Assets regulation (MiCA) and the EU digital finance strategy*, in *Capital Markets Law Journal*, 2021, 2, 203; F. ANNUNZIATA, *Verso una disciplina europea delle cripto-attività. Riflessioni a margine della recente proposta della Commissione UE*, in questa *Rivista*, 15 ottobre 2020; F. MATTASOGLIO, *Le proposte europee in tema di crypto-asset e DLT. Prime prove di regolazione del mondo crypto o tentativo di tokenizzazione del mercato finanziario (ignorando bitcoin?)*, in questa *Rivista*, 2021, II, 413 ss. Si veda, da ultimo, Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato Economico e Sociale europeo e al Comitato delle Regioni relativa a una strategia in materia di finanza digitale per l'UE, Bruxelles, 24.9.2020 COM(2020) 591 final.

sempre più stretto (e che si andrà a consolidare ancor di più nel prossimo futuro) tra l'intelligenza artificiale, l'operatività delle c.d. piattaforme *social* e la tutela dei consumatori in ambito finanziario.

Diversi sono, quindi, i tasselli di un *puzzle* complesso, che necessita preliminarmente di un'analisi autonoma di un fenomeno socio-economico di recente emersione, come quello del c.d. "Fintok", vale a dire l'imporsi di uno spazio finanziario *social*, di natura globale, in cui, complice la pandemia da Covid-19, molti ragazzi e adolescenti hanno cominciato a interessarsi al mondo della finanza e degli investimenti, documentandosi sui *social* (che, in larga parte, sfuggono alla regolamentazione dei messaggi, delle comunicazioni e, in generale, dei doveri informativi sugli investimenti) anziché sui canali tradizionali.

Si introdurrà, in secondo luogo, una vicenda paradigmatica, il caso Gamestop, che ha mostrato quale potente arma di disturbo siano i *social media* per il regolare andamento del mercato finanziario soprattutto, grazie al ricorso a figure di richiamo mediatico, come gli *influencer*, che sono in grado di tramutare una campagna apparentemente sincera, che "parte dal basso" coinvolgendo investitori al dettaglio in una spirale di "manipolazione". Dopo aver richiamato la casistica dell'Autorità garante della concorrenza in materia di *influencer marketing* e pubblicità occulta, si tenterà, nel quinto paragrafo, di riannodare le fila della normativa in tema di manipolazioni informative del Testo Unico della Finanza per tentarne l'applicazione anche a soggetti non vigilati (i *fin-tokers* o i *fin-influencers*) nell'ambito di condotte poste in essere sui *social*. Da ultimo, nel sesto e settimo paragrafo, dinnanzi alla destrutturazione del sistema, si proporranno soluzioni alternative, ispirate dal nuovo pacchetto digitale di recente introduzione a livello europeo (e dal c.d. Digital Services Act in particolare).

La tesi di fondo di questo contributo è che i contenuti "FinTok" siano in grado di offrire una fonte di dati inedita e preziosa per identificare le tendenze emergenti del Fintech e i rischi associati per i consumatori, utilizzando i *fin-fluencers* come "piattaforme" di vigilanza e supervisione³.

³ Per una lettura introduttiva, si veda D.A. ZETZSCHE, R.P. BUCKLEY, D.W. ARNER, J.N. BARBERIS, *From Fintech to Techfin: The Regulatory Challenges of Data-Driven Finance*, 14 N.Y.U. J.L. & BUS. 393 (2018).

Di contro, le legittime istanze di disintermediazione e “democratizzazione” della finanza celano il rischio che le decisioni di investimento possano essere adottate su basi tutt’altro che solide e che, da opportunità, si tramutino in messaggi pericolosi che, con promesse di facili guadagni, conducano a comportamenti speculativi e, in ultima istanza, nocivi sia per l’economia reale che per le finanze personali⁴.

2. *Fintok, “fin-influencing” e gli scenari della consulenza “social”*

Parallelamente a molti altri settori dell’economia, anche nel settore finanziario si è assistito negli ultimi anni a un crescente *trend* di adozione di sistemi e tecniche di intelligenza artificiale, anche grazie all’abbondanza di dati disponibili e all’aumento delle capacità di calcolo⁵.

⁴ Con l’Indagine sull’Alfabetizzazione e le Competenze Finanziarie degli Italiani (IACOFI) del 2020, la Banca d’Italia ha certificato la posizione di ritardo dell’Italia nel confronto internazionale con riguardo al livello di alfabetizzazione finanziaria della popolazione (si veda G. D’ALESSIO, R. DE BONIS, A. NERI E C. RAMPAZZI, *L’alfabetizzazione finanziaria degli italiani: i risultati dell’indagine della Banca d’Italia del 2020*, Questioni di Economia e Finanza (Occasional Papers), Numero 588 – Dicembre 2020). Le stesse istanze sono presenti nella OECD Recommendation on Financial Literacy (OECD/LEGAL/0461 adottata in data 29 ottobre 2020) in cui si sostiene che più della metà della popolazione europea non ha basi finanziarie. Sul tema diverso – ma collegato – delle cripto-attività, diverse sono state, negli ultimi anni, le prese di posizione delle Autorità a tutela dei consumatori e specialmente la Banca d’Italia, in linea con gli orientamenti espressi dagli organismi internazionali (FSB, FATF) e le tre autorità di supervisione europee (EBA, ESMA, EIOPA, le c.d. ESAs), ha pubblicato, a partire dal 2015, diverse avvertenze agli utilizzatori e agli intermediari vigilati relativi alle cripto-attività: Banca d’Italia - Avvertenza sull’utilizzo delle cosiddette “valute virtuali” (gennaio 2015); Banca d’Italia - Avvertenza per i consumatori sui rischi delle valute virtuali da parte delle Autorità europee (marzo 2018); Consob e Banca d’Italia mettono in guardia contro i rischi insiti nelle cripto-attività (aprile 2021). Le ESAs hanno di recente pubblicato “EU financial regulators warn consumers on the risks of crypto-assets” (marzo 2022).

⁵ OECD, *Personal Data Use in Financial Services and the Role of Financial Education: A Consumer-Centric Analysis*, in *oecd.org*, 2020 e, con riguardo agli ultimi sviluppi a livello internazionale, si rimanda a E. FEYEN, H. NATARAJAN, M. SAAL, *FinTech and the future of finance. Markets and policy implication*, The World Bank Group, 2023, *documents.worldbank.org*, nonché E. FEYEN, J. FROST, L. GAMBACORTA, H. NATARAJAN, M. SAAL, *Fintech and the Digital Transformation of Financial Services: Implications for Market Structure and Public Policy. Fintech and the Future of Finance, Flagship Technical Note*, in *documents.worldbank.org*, 2022.

In particolare, tecniche di intelligenza artificiale vengono sempre più utilizzate all'interno dell'ecosistema finanziario (specialmente nel settore *retail*). Le applicazioni maggiormente interessate sono i prodotti su misura, le *chatbot* per il servizio clienti, il *credit scoring* e i processi decisionali di concessione del credito⁶, l'antiriciclaggio, il monitoraggio e il rilevamento delle frodi, il servizio clienti, la *sentiment analysis*, l'*asset management* (come, per esempio, il *robo-advice*, la gestione delle strategie di portafoglio, il *risk management*), il *trading* (*trading* algoritmico AI-driven, ottimizzazione dei processi, *back-office*), e le assicurazioni (*robo-consulenza*, gestione sinistri)⁷.

⁶ Ad esempio, limitatamente alla diffusione dei sistemi di intelligenza artificiale e di *machine learning* nel *credit scoring*, si rinvia ai risultati di un sondaggio, riportati in Aa.Vv., *Intelligenza artificiale nel credit scoring. Analisi di alcune esperienze nel sistema finanziario italiano*, Questioni di Economia e Finanza, Occasional Papers, Banca d'Italia, n. 721, ottobre 2022, nonché alle osservazioni *inter alia* di M. RABITTI, *Credit scoring via machine learning e prestito responsabile*, in questa *Rivista*, 2023, I, 175 ss.; F. MATTOSOGGIO, *La valutazione "innovativa" del merito creditizio del consumatore e le sfide per il regolatore*, in *Dir. banca*, 2020, II, 187 ss.; G.L. GRECO, *Credit scoring 5.0 tra Artificial Intelligence Act e Testo Unico Bancario*, in *Riv. trim. dir. econ. (fondazionecapriglione.luiss.it)*, Suppl. n. 3, 2021, 74 ss., in part. 93-95. In un momento iniziale, la proposta di Regolamento UE in materia di intelligenza artificiale ha classificato soltanto i sistemi di *credit scoring* quali i sistemi di AI "ad alto rischio" (All. III, punto 5, lett. b) in quanto insistono su servizi privati essenziali e possono perpetuare discriminazioni fondate su origini razziali o etniche, disabilità, età o orientamento sessuale. Il successivo testo di compromesso ha aggiunto nell'ambito del settore n. 5 di accesso a prestazioni e servizi pubblici e a servizi privati essenziali e fruizione degli stessi, alla lett. b), i sistemi di AI destinati ad essere utilizzati a fini assicurativi, ovvero i sistemi per la determinazione dei premi, la sottoscrizione e la valutazione dei sinistri. Tuttavia, considerato il carattere flessibile della proposta, è presumibile ed auspicabile che il perimetro di applicazione dell'intelligenza artificiale ai servizi finanziari possa essere esteso a: a) *portfolio construction and rebalancing*, b) *roboadvice* e altre forme di AI nella consulenza, c) *trading*, d) *credit rating and risk management*, e) *ESG (rating provision, analyses by third-party providers to the benefits of ESG funds, ...)* f) *Shareholders voting process*.

⁷ Sul tema, si rinvia a R. GHETTI, *Robo-advice: automazione e determinismo nei servizi di investimento ad alto valore aggiunto*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2020, IV, 540 ss.; M.T. PARACAMPO, *Robo-advisor, consulenza finanziaria e profili regolamentari: quale soluzione per un fenomeno in fieri?*, in *Riv. trim. dir. econ. (fondazionecapriglione.luiss.it)*, Suppl. 1, 2016, IV, 256 ss.; F. SARTORI, *La consulenza finanziaria automatizzata: problematiche e prospettive*, in *Riv. trim. dir. econ. (fondazionecapriglione.luiss.it)*, 2018, III, 253 ss.; F. MATTASSOGGIO,

Fin dai primi tempi della loro introduzione, l'adozione di tecniche di intelligenza artificiale nella finanza si è rivelata in grado di generare processi comparativamente più efficienti, riducendo i c.d. "costi di attrito" (come, ad esempio, commissioni e *fee* relative all'esecuzione delle transazioni) e migliorando i livelli di produttività, con ciò conducendo a maggiori livelli di redditività. Peraltro, le applicazioni di intelligenza artificiale per la fornitura di servizi finanziari hanno anche dimostrato di poter migliorare la qualità dei servizi e dei prodotti offerti ai consumatori finanziari, aumentandone la personalizzazione e diversificandone l'offerta e favorendo un maggiore accesso al credito (in ragione della più agevole valutazione creditizia di clienti con storia limitata).

Ebbene, dinnanzi alla crescente tendenza ad adottare approcci alla regolamentazione finanziaria basati sui dati e alle molteplici istanze rivolte ai regolatori ad adattare il loro strumentario all'era digitale, si intende porre l'attenzione sull'analisi del contenuto dei *social media* come leva privilegiata per "decodificare" le abitudini di acquisto dei consumatori e colmare il *gap* "competitivo" e "informativo" dei regolatori con l'universo Fintech.

A chiunque abbia un minimo di familiarità con piattaforme *social*, quali Instagram, TikTok o YouTube, non saranno sfuggiti, infatti, negli ultimi anni (specialmente a partire dal 2020 in cui è scoppiata la pandemia da Covid-19), video o *reel* che trattano tematiche finanziarie, che spaziano dalle definizioni di azione, obbligazione ed Etf alle modalità con cui creare con i propri risparmi un piano di accumulo o un fondo pensione, il più delle volte provenienti da giovani *influencer* (*millennials* o, addirittura, appartenenti alla c.d. Generazione Z).

Tale fenomeno è definibile come "FinTok", con ciò riferendosi all'*hashtag* "#fintok" che spesso correde i contenuti finanziari su TikTok, la popolare piattaforma *social* di proprietà cinese all'interno della quale gli utenti possono caricare video brevi che coprono una vastissima gamma di categorie, dalla comicità ai video *tutorial*⁸.

Innovazione tecnologica e valutazione del merito creditizio dei consumatori. Verso un Social Credit System?, Milano, 2018, *passim*.

⁸ La definizione di Fintok si deve a un articolo del quotidiano britannico, The Guardian, dal titolo "FinTok: how TikTok is helping young people use cash wisely" del 10 luglio 2021 (e disponibile al seguente *link*: <https://www.theguardian.com/money/2021/jul/10/fintok-how-tiktok-is-helping->

Contenuti di tipo finanziario, dunque, provenienti da giovani *influencer* e destinati, specularmente, a un pubblico altrettanto giovane. Molte ricerche di mercato e sondaggi hanno, infatti, rilevato come la maggioranza dei consumatori della c.d. “Gen Z” o c.d. “Millennial” abbia ricercato consigli finanziari dai c.d. “fin-fluencer”⁹ presenti nei vari social media, con la maggioranza delle ricerche polarizzatesi su TikTok o Instagram (dato, peraltro, coerente con la crescente popolarità di TikTok tra i giovanissimi)¹⁰.

3. *Gamestop, “democratizzazione” delle scelte di investimento e nuovi abusi di mercato “pandemici”: “poi non dite che non ve l’avevamo detto!”*

Si può dare, quindi, per acquisito un dato: in risposta all’ascesa del fenomeno del FinTok, gli operatori finanziari tradizionali si stanno rivolgendo (e guarderanno in futuro) sempre più verso TikTok e Instagram (tra gli altri)¹¹ per commercializzare i loro prodotti e servizi.

young-people-use-cash-wisely), che, per primo, ha posto all’attenzione generale del pubblico il merito di tale fenomeno. Si veda anche CHERYL WINOKUR MUNK, *TikTok Is the Place To Go for Financial Advice If You’re a Young Adult*, Wall St. J. (May 2, 2021), <https://www.wsj.com/articles/tiktok-financial-advice-11619822409>. Per un primo inquadramento del fenomeno, si rimanda a N. AGGARWAL, D. BONDY VALDOVINOS KAYE, C. K. ODINET, *#Fintok and Financial Regulation*, di prossima pubblicazione in *Arizona State Law Journal* e disponibile al link: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4216952.

⁹ Il documento ESMA, Final report on European Commission mandate on certain aspects relating to retail investor protection, ESMA 35-42-1227, 29 aprile 2022, p. 9 individua i fin-influencers come «*influencer generates content on financial topics such as investments*».

¹⁰ Si rimanda alla ricerca di Credit Karma, riportata in N. AGGARWAL, D. BONDY VALDOVINOS KAYE, C. K. ODINET, op. cit., p. 335, secondo cui il 56% dei consumatori della c.d. “Gen Z” e dei “Millennial” ha ricercato consigli finanziari dai “finfluencer” presenti sui social media, con la maggioranza dei giovanissimi che ha cercato queste informazioni su TikTok (52%) o Instagram (57%). Si veda *See Gen Z Turns to TikTok and Instagram for Financial Advice and Actually Takes It, Study Finds*, CREDIT KARMA (July 13, 2021), rinvenibile al link: <https://www.creditkarma.com/about/commentary/gen-z-turns-to-tiktok-and-instagram-for-financial-advice-and-actually-takes-it-study-finds> [<https://perma.cc/3STH-33XP>].

¹¹ Oltre a TikTok e Instagram, altre piattaforme *social* e le bacheche virtuali come Reddit, Discord e StockTwits sono diventate *forum* centrali di discussione e

Un fenomeno – quello dell’impatto degli iscritti a questi forum di discussione e ai social media sulle dinamiche dei mercati finanziari – da non sottostimare, né, tantomeno, da “bollare” con sufficienza. Basti pensare, solo per fare un esempio, a quanto abbiamo assistito negli anni della crisi pandemica da Covid-19. Lo stato d’emergenza ha destabilizzato le (già incerte, dopo la crisi finanziaria del 2008) dinamiche del mercato finanziario provocando, nei giorni immediatamente successivi alle restrizioni dovute ai *lockdown*, significative incertezze nelle condotte degli investitori e una generale instabilità dei prezzi di negoziazione degli strumenti finanziari.

Una condizione di instabilità che si è riversata anche nelle scelte di investimento dei partecipanti al mercato, disvelando, così, una nuova prospettiva di indagine.

Si è fatto parola, infatti, di c.d. *gamification* del contratto di investimento, con ciò indicando la tendenza di giovani investitori, spesso *millennials*, con scarsa educazione finanziaria, ad utilizzare, in chiave ludica, le piattaforme di *trading online*, anche ad alta frequenza, per la negoziazione di strumenti finanziari, anche complessi, facendo, peraltro, leva sull’inesistenza di commissioni¹².

Potremmo, apparentemente, ridurre questi fenomeni a inevitabili istanze di “democratizzazione dei mercati”¹³, con la partecipazione

coordinamento tra gli investitori *retail*. Con riguardo a TikTok, tale piattaforma, destinata a raggiungere un pubblico vasto e relativamente poco sofisticato dal punto di vista finanziario, si è caratterizzata per essere un ecosistema ampiamente non regolamentato per quanto riguarda i messaggi di tipo finanziario e ciò è risultato chiaro fin dalla pubblicazione di un primo articolo di Robert Farrington apparso su Forbes, “Personal Finance Influencers Are On TikTok, And It’s Awesome” (1 luglio 2020).

¹² Si veda, per un’introduzione al tema, E. RULLI, *Banche, non banche e social network: quale disciplina?*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2016, suppl. fasc. IV, 309 ss.; ID., *La “ludicizzazione” del contratto di investimento ed eccezione di gioco*, in *Diritto bancario. Approfondimenti*, giugno 2021, dirittobancario.it; P. LUCANTONI, *Mercato dei capitali, pandemia e informazione al mercato: il dibattito sull’evoluzione della disciplina degli abusi di mercato*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2022, IV, 549 ss.; ID., *Negoziazioni ad alta frequenza tra olocrazia dell’algoritmo e gamification del contratto di investimento*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2021, suppl. fasc. III, 114 ss.

¹³ In questi termini, si è espresso R. LENER, *Il paradigma dei nuovi settori regolati e la democrazia dell’algoritmo. Note introduttive*, in *Riv. dir. banc.*, 2020, suppl. fasc. I, 193 ss. Di passaggio dalla «democrazia» alla «olocrazia» dell’algoritmo ha fatto

diretta dei piccoli investitori, facilitata anche dall'estrema accessibilità e facilità di utilizzo delle tecnologie. Ma, così facendo, non coglieremmo gli effetti “perversi” del fenomeno, culminato in manifestazioni inedite dell'abuso di mercato e oggetto di attenzione da parte dell'autorità di vigilanza “domestica”, europea e statunitense¹⁴.

Il riferimento è, in particolare, alle vicende sorte intorno alle azioni della società Gamestop Corporation¹⁵, operante nel settore della vendita di videogiochi, che, a seguito dell'inevitabile contrazione dell'attività commerciale causata dalla enorme diffusione dei videogiochi disponibili *online*, avevano visto una progressiva riduzione del valore di mercato, provocato anche dal significativo accumulo di posizioni corte nette da parte degli investitori istituzionali¹⁶. Ciononostante, nel

parola P. LUCANTONI, *Negoziazioni ad alta frequenza tra olocrazia dell' algoritmo e gamification del contratto di investimento*, cit., 117.

¹⁴ Si rimanda a Securities and Exchange Commission (SEC), Staff Report on Equity and Options Market Structure Conditions in Early 2021, October 14, 2021; CONSOB, Commissione Parlamentare di inchiesta sul Sistema bancario e finanziario, 25 maggio 2021; ESMA, Public Statement, Episodes of very high volatility in trading of certain stocks, 17 February 2021.

¹⁵ In dottrina, si vedano i contributi sul tema di F. D'ALESSANDRO, *Il caso Gamestop: una tempesta perfetta mette in crisi lo statuto della manipolazione del mercato*, in *Dir. Pen. e Processo*, 2021, IX, 1234 ss.; C. PICCIAU, *Recenti spunti giurisprudenziali sulla frammentaria nozione di manipolazione del mercato*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2020, V, 1286 ss.; M. ARRIGONI, *La tutela dell'investitore alla luce del caso GameStop. Verso un nuovo regime per la prestazione dei servizi di investimento esecutivi*, in *Orizzonti dir. comm.*, 2021, II, 949 ss.; P. LUCANTONI, *Mercato dei capitali, pandemia e informazione al mercato: il dibattito sull'evoluzione della disciplina degli abusi di mercato*, cit., 549 ss.

¹⁶ Più nello specifico, a novembre 2020 un *hedge fund* trasmette, come di consueto, alla SEC il c.d. Form 13F, cioè il report trimestrale richiesto ai gestori di fondi con un valore di assets under management superiore a 100 milioni di dollari, dal quale risulta che è titolare di una o più opzioni put su 5.400.000 azioni GameStop, che rappresentano un valore complessivo di poco più di 55 milioni di dollari. In altre parole, il fondo speculativo comunica al mercato di detenere una posizione corta sul titolo GameStop. In una successiva audizione alla House Committee on Financial Services, il rappresentante del fondo dichiarerà che questo aveva cominciato ad assumere posizioni corte sulle azioni GameStop già a partire dal 2014. Nel corso di quel mese (novembre 2020) il titolo oscilla tra 10,75 e 16,56 dollari. Questi dati e i successivi sono estrapolati dalla sezione Market Data del The Wall Street Journal, consultabile al seguente *link*: https://www.wsj.com/market-data?mod=nav_top_subsection. Per un'analisi accurata dei dati, si veda prioritariamente A. GUACCERO, *Tra democrazia e populismo nel mercato finanziario*:

periodo di emergenza pandemica, si è assistito ad un'ondata di rialzi sul titolo in questione, "orchestrata" da numerosi piccoli investitori *retail* che, attraverso piattaforme *online* accessibili tramite *app* gratuite e di facile utilizzo, come Robinhood Markets Inc, hanno avuto accesso alle negoziazioni sul titolo. Un attivismo "animato" dalla diffusione tramite social media (in particolare tramite il forum WallStreetBets della piattaforma Reddit) di raccomandazioni di investimento, divenute "virali", da parte non già di consulenti di investimenti bensì investitori operanti sul mercato alla stregua di *influencer*.

lezioni dal caso GameStop, in *Riv. soc.*, I, 2023, 228 ss. Da un punto di vista generale, grazie al fortunato neologismo di *informational negative activism* la cui paternità si deve a B. BLISS, P. MOLK, F. PARTNOY, *Negative Activism*, University of Florida Levin Collage of Law, Legal Studies Research Paper Series no. 19-2019, si è sottolineato che, in linea di principio, l'investitore che assume una posizione c.d. lunga (ossia di acquisto e piena disponibilità dei titoli) genera un profitto nei casi di aumento del prezzo del mercato dei titoli stessi, potendo contare sulla successiva rivendita sul mercato secondario per lucrare la differenza tra prezzo originario di acquisto e il prezzo incrementato di vendita, mentre, al contrario, nei casi di short-selling, il guadagno dell'investitore che assume una posizione c.d. corta origina proprio dalla svalutazione del prezzo di mercato dei titoli, che permette il regolamento dell'operazione di vendita allo scoperto attraverso l'acquisto sul mercato dei titoli ad un prezzo inferiore. Ne consegue che lo short-seller opererebbe le scelte di investimento per pura speculazione o per copertura di posizioni lunghe nei medesimi titoli. Potremmo, quindi, sostenere che, in situazioni ordinarie, nelle ipotesi in cui il prezzo di mercato di un'azione sia sopravvalutato, l'attività degli *short-sellers*, quale forma qualificata di *informed traders* (di norma investitori istituzionali) contribuisca all'efficienza informativa del mercato, stimolando progressivi aggiustamenti del "valore di scambio" verso un valore "ottimale". In altre parole, il "pessimismo" che l'operazione in questione indirettamente esprime sull'andamento del titolo verrebbe a rappresentare, sotto il profilo dell'efficienza informativa, un'informazione rilevante sul titolo che si traduce in un aggiustamento, ancorché al ribasso, del titolo stesso. Di contro, le potenzialità eversive della tecnica di negoziazione descritta può condurre a scenari come quello descritto nel caso Gamestop, nel quale l'investitore al dettaglio, che nelle scelte di investimento sconta dissonanze cognitive nel processare le informazioni, seguendo gli aggiustamenti al ribasso del prezzo stimolati dagli *short-sellers*, addiuvato al disinvestimento della categoria delle azioni "*shortate*", mosso da un c.d. *herding behavior* e contribuendo così ad una spirale depressiva dei prezzi dei titoli in questione. Sul fenomeno dell'*informational negative activism*, si veda anche P. LUCANTONI, *Short-selling e crisi pandemica: la prospettiva regolatoria nel mercato azionario*, in *Riv. dir. banc.*, 2020, I, 417 ss.

Nel caso specifico di Gamestop, passato agli “onori della cronaca” con la definizione di “meme stock” attribuita dalla SEC¹⁷, le azioni concordate di mercato svolte dai piccoli azionisti attraverso le piattaforme di negoziazione hanno, da un lato, contrastato la spinta ribassista inducendo un aumento del prezzo di mercato – che non trovava certo riscontro in un aumento del valore della Gamestop Corporation – e, dall’altro, hanno obbligato gli investitori istituzionali che operavano con le vendite allo scoperto sul titolo ad acquistare sul mercato le azioni per chiudere le posizioni “*shortate*”¹⁸.

¹⁷ Securities and Exchange Commission, Staff Report on Equity and Options Market Structure Conditions in Early 2021, cit. Altri esempi di *meme stock* sono: (i) AMC Entertainment, una catena di cinema che è diventata popolare tra gli investitori sui social media nel gennaio 2021, anch’essa sulla base di una narrazione che riguardo a un gruppo di piccoli investitori intenzionati a “punire” gli hedge fund che avevano scommesso contro AMC, facendo salire artificialmente il prezzo delle azioni; (ii) BlackBerry, produttore di smartphone in declino che ha visto il suo prezzo delle azioni aumentare significativamente nel 2020 a seguito della diffusione di informazioni errate sui social media; quando le voci si sono rivelate infondate il prezzo è crollato. Sono stati successivamente considerati *meme stock* anche Bed Bath & Beyond Inc. (BBBY), Koss Corp. (KOSS), Vinco Ventures (BBIG), Support.com e Robinhood Markets Inc. (HOOD).

¹⁸ Nel contributo di A. GUACCERO, *op. cit.*, 228 ss., è possibile ricostruire i vari passaggi. Verso la fine del 2020, sulla piattaforma social Reddit, in particolare sul c.d. subreddit denominato WallStreetBets, un forum online che conta ad oggi oltre 11 milioni di membri, viene lanciata una campagna contro il fondo e la sua strategia speculativa, riguardante oltre a GameStop anche alcuni altri titoli azionari quotati. Il prezzo di un’azione GameStop a dicembre 2020 oscilla tra un minimo di 12,72 e un massimo di 20,99 dollari mentre 2021 si apre con il titolo GameStop a 17,25 dollari. L’11 gennaio 2021, il consiglio di amministrazione di GameStop coopta tre nuovi amministratori, comunicando che faranno altresì parte della lista che sarà sottoposta agli azionisti nella successiva assemblea. Si tratta degli esponenti di un fondo di private investment, noto per essere un investitore attivista, nonché già uno dei principali azionisti di GameStop con circa 9 milioni di azioni. Il 12 gennaio il titolo passa da 19,95 a 31,40 dollari, crescendo di oltre il 50% in un giorno solo. Il 13 gennaio il prezzo di borsa si attesta a 39,91 dollari, raddoppiando nell’arco di due giorni. In pratica, è raddoppiato in due giorni. A partire da quella data, gli investitori individuali cominciano ad effettuare acquisti sempre crescenti, seguendo un trend che arriva fino alla fine di gennaio. Il fenomeno si spiega, almeno in parte, in ragione dell’effetto trainante di uno dei più noti esponenti del forum WallStreetBets — nel linguaggio contemporaneo, un *influencer* —, Keith Gill, un 34enne noto per pubblicare online, un giorno, guadagni nell’ordine di 20 milioni di dollari, seguiti, il giorno successivo, da perdite di 15 milioni di dollari, tutto asseritamente scaturente dai suoi investimenti in azioni GameStop e opzioni sulle stesse, effettuati per mezzo

Stando a questo quadro di sintesi, gli “insegnamenti” da trarre dal caso Gamestop sono molteplici. Proviamo ad elencarne alcuni. Innanzitutto, il capovolgimento della realtà empirica, che presentava l’investitore professionale come “statisticamente” infallibile e immune da qualunque pressione sulla fissazione del prezzo posta in essere da soggetti non professionali (e, quindi, non “centrali” in ragione della ridotta entità dei volumi movimentati).

La risposta si è avuta – e qui sta la seconda lezione – con la scalata dei *social network* nel mercato mondiale e lo sviluppo delle sue applicazioni nel mercato dei capitali. Il ricorso ai *social media* ha disvelato benefici inesplorati in termini di allineamento delle condotte di soggetti non “strutturati” e organizzati, che in passato non avrebbero agito o l’avrebbero fatto sulla base di indicazioni provenienti da un numero limitato di “professionisti”, tradizionalmente sottoposti alla supervisione dei regolatori. Un allargamento, dunque, della platea degli investitori al dettaglio, la cui condotta è sempre meno prevedibile,

di piattaforme di negoziazione online che tipicamente non addebitano commissioni all’investitore al dettaglio. Il 24 gennaio 2021 il prezzo delle azioni GameStop è nuovamente raddoppiato nell’arco di dieci giorni, arrivando a 76,79 dollari. Il giorno successivo registra un altro incremento di oltre il 90% a 147,98 dollari, finché il 26 gennaio l’imprenditore Elon Musk pubblica un tweet in cui, rinviando al forum WallStreetBets, incita ad un “GameStonk!!”. Il risultato ultimo è che, alla chiusura del mercato quel giorno, il titolo raggiunge la quotazione più alta di 347,51 dollari, in sostanza raddoppiando per il terzo giorno consecutivo (salvo raggiungere picchi ancora più elevati nel corso delle contrattazioni, fino al prezzo di 483 dollari). Solo due giorni più tardi, il 28 gennaio, la più attiva delle piattaforme di online brokerage, Robinhood, tra le preferite dagli utenti di WallStreetBets, comunica di avere sostanzialmente bloccato gli acquisti di strumenti finanziari collegati a GameStop (oltre che a numerose altre azioni sottoposte a short selling) dai conti degli investitori retail. Il 1° febbraio 2021 il prezzo di chiusura del mercato scende a 90 dollari e il 3 febbraio tocca i 53,50 dollari. Da quel momento, salvo scendere fino a circa 40 dollari intorno alla metà del mese di febbraio, il prezzo dell’azione GameStop sale fino a circa 260 dollari intorno alla prima decade di marzo 2021 e si assesta, alla fine del 2021, a quasi 160 dollari: circa il 1000% in più rispetto all’inizio dell’anno. E ancora nel 2022, nel mese di luglio, quando viene annunciato un frazionamento azionario, il titolo viene quotato a circa 127 dollari. Si veda anche per alcune considerazioni di sintesi l’audizione del Segretario Generale della Consob, M. Antonietta Scopelliti, tenutasi in data 25 maggio 2021 dinnanzi alla Commissione parlamentare di inchiesta sul sistema bancario e finanziario con una relazione dal titolo: “Elementi informativi in merito alla vicenda Gamestop e all’impatto del trading on-line”, rinvenibile sul sito della Consob.

siccome influenzabile attraverso canali non ricompresi nel perimetro dell'attività di supervisione sui mercati. Il caso Gamestop si inserisce, quindi, in un processo di progressiva frammentazione della società americana ed estremizzazione del dibattito pubblico e ha tradotto in termini tecnici e per addetti ai lavori il conflitto ideologico (neanche tanto latente dopo la crisi del 2008 e a valle di fenomeni quali Occupy Wall Street del 2011) tra gli investitori istituzionali e il "popolo c.d. MainStreet", portatore di istanze confliggenti con quelle di WallStreet¹⁹.

D'altro canto, è ormai dato di realtà – e il caso Gamestop lo conferma – che all'evoluzione del FinTech, al cui interno dobbiamo ora aggiungere i *social media* quale punto di contatto tra investitori, debba corrispondere un progressivo consolidamento del RegTech e del SupTech²⁰.

¹⁹ J. MACEY, *Securities Regulation and Class Warfare*, in Colum. Bus. L. Rev., 2021, 802 ss. È quindi frequente il riferimento, nella narrativa della vicenda GameStop, all'immagine di Davide contro Golia, identificato in Wall Street.

²⁰ Si veda, per una bibliografia essenziale, A. PERRONE, *La nuova vigilanza Reg Tech e capitale umano*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2020, IV, 516 ss.; V. COLAERT, «Computer says no». *Benefits and challenges of RegTech*, in I.H.Y. CHIU, G. DEIPENBROCK (a cura di), *Routledge Handbook of Financial Technology and Law*, London-New York, 2021, 431 ss.; D.W. ARNER, R.P. BUCKLEY, J BARBERIS, *A FinTech and RegTech Overview: Where We Have Come from and Where We Are Going*, in IDD. (a cura di), *The RegTech Book*, Chichester, 2019; M. RABITTI, A. SCIARRONE ALIBRANDI, *RegTech e SupTech*, in A. PAJNO, F. DONATI, A. PERRUCCI (a cura di), *Intelligenza artificiale e diritto: una rivoluzione?*, cit., 451 ss. Secondo A. PERRONE, *op. cit.*, 516 ss., «[p]ur essendo riferibile a una pluralità di ambiti, l'espressione regulatory technology (RegTech) è abitualmente utilizzata per identificare l'applicazione della tecnologia all'attività di compliance e di vigilanza nel sistema finanziario. Con maggiore precisione, il termine risulta talora utilizzato con esclusivo riguardo all'attività di reporting e compliance da parte dei soggetti vigilati, valendo per l'attività di vigilanza delle competenti autorità la più puntuale espressione supervisory technology (SupTech). L'uso promiscuo del termine RegTech è, nondimeno, il più diffuso, così da essere giustificato il suo impiego con riferimento a entrambi i fenomeni».

4. *Influencer marketing, social network e pubblicità occulta. Riflessioni a margine dei primi interventi dell'AGCM.*

Occorre, ora, allargare lo sguardo, discostandoci dal mondo delle scelte di investimento e della divulgazione strettamente finanziaria per chiederci se (e come) altre regolazioni e discipline settoriali hanno affrontato il rapporto tra divulgazione al pubblico e l'attività di soggetti a ciò non "istituzionalmente" autorizzati.

È già da tempo che la pervasività dei *social media* ha portato alla ribalta l'attività di soggetti, identificabili con il termine di "influencer"²¹ (o anche "micro-influencer", "vlogger", "streamer", "creator", "uploader") che, al di là dei consigli finanziari, creano, producono e diffondono al pubblico contenuti audiovisivi – di cui

²¹ *Influencer* può essere sia la personalità nota solo in virtù della sua presenza sui social, esercitando professionalmente l'attività di fashion blogger o youtuber e traendo un profitto da tale attività, sia colui che sia noto per lo svolgimento di un'altra professione (attore, cantante, sportivo, conduttore televisivo, ecc.) e che, al contempo, pubblici immagini sui propri profili social. Essi vanno assumendo sempre maggior capacità di influenzare, appunto, i comportamenti di acquisto dei consumatori, con cui entrano in contatto diretto e senza filtri, attraverso la pubblicazione di post, foto, video e commenti, volti a promuovere uno specifico marchio. Nell'ambito del c.d. "diritto del mercato dei dati personali", i *social network*, del resto, sono noti anche come *attention platforms*, quali piattaforme online che normalmente forniscono un servizio gratuito a fronte di un sussidio derivante dalla pubblicità alimentata dai dati e dall'attenzione degli utenti. In particolare, attraverso lo studio mirato delle relative navigazioni in rete, attuato tramite la cronologia e la geo-localizzazione delle attività dell'utente e delle sue interazioni con i vari *brand*, si ha la possibilità di fidelizzare i destinatari di un prodotto o di un servizio, proponendo messaggi promozionali coerenti e personalizzati, ritagliati su misura per ogni utilizzatore e per ciascuna specifica esperienza. La profilazione dell'e-buyer, segnatamente, permette di calibrare il prodotto rispetto al mercato potenziale, sicché il bene offerto all'utilizzatore svolge una funzione di identificazione, diventando un mezzo per il soddisfacimento di aspettative e bisogni che, di là dalla funzione materiale della *res*, vengono simbolicamente a quest'ultima riferiti, attraverso un meccanismo di proiezione. Il che accade anche a fronte della tendenza ad associare ad uno specifico *brand* un particolare risultato virtuoso o, addirittura, uno stato sociale. Parimenti a dirsi per il ruolo svolto sulle scelte di acquisto dei c.d. consumatori-follower – che spesso si illudono di optare per ciò che a loro più si adatta – da parte degli *influencer* e *micro-influencer*, non necessariamente imprenditori, i quali cercano di promuovere sé stessi come potenziali veicoli di pubblicità e la cui immagine, evidentemente, diventa una merce di scambio al pari di qualunque altra. Si rinvia a A. MENDOLA, *Atto di consumo e libertà di scelta nel social media marketing*, in *Riv. dir. priv.*, 2022, III, 423 ss.

esercitano la responsabilità editoriale – tramite piattaforme per la condivisione di video e, in generale, tramite *social network* e che, in linea di principio, hanno acquisito particolare credito e prestigio per l'esperienza e per la conoscenza maturate in un certo settore²². Al punto che hanno iniziato ad attirare l'interesse delle istituzioni pubbliche²³ in considerazione dell'impatto sugli utenti, sui consumatori e, più in generale, sulla società, e sono state avviate iniziative regolamentari in numerosi Paesi europei²⁴.

L'interessamento degli addetti ai lavori e degli operatori si è, se possibile, moltiplicato in coincidenza dell'imporsi della peculiare fattispecie negoziale dell'*influencer marketing*²⁵, contratto atipico che

²² Sul tema, in generale, si rinvia a C. GOANTA, S. RANCHORDÀS, *The Regulation of Social Media Influencers*, Northampton, 2020, *passim*.

²³ Si veda, *inter alia*, l'Indagine conoscitiva sui lavoratori che svolgono attività di creazione di contenuti digitali, approvata dalla Commissione XI Lavoro pubblico e privato della Camera dei deputati, nella seduta del 9 marzo 2022, avente ad oggetto la qualificazione giuridica del rapporto di lavoro intercorrente tra creatori di contenuti e piattaforme di diffusione dei contenuti stessi e Parlamento europeo (a cura di F. MICHAELSEN, L. COLLINI et al.), *The impact of influencers on advertising and consumer protection in the Single Market*, Policy Department for Economic, Scientific and Quality of Life Policies, Directorate-General for Internal Policies, febbraio 2022, PE 703.350, 9, secondo cui «[a]n influencer is a content creator with a commercial intent, who builds trust and authenticity-based relationships with their audience (mainly on social media platforms) and engages online with commercial actors through different business models for monetisation purposes».

²⁴ Si veda, per tutti, AgCom, Delibera n. 178/23/CONS con cui, lo scorso 13 luglio 2023, il Consiglio dell'Autorità ha deliberato di avviare una consultazione pubblica relativa alle misure volte a garantire il rispetto da parte degli *influencer* delle disposizioni del Testo unico sui servizi di media audiovisivi.

²⁵ Per una bibliografia essenziale, si veda A. MENDOLA, *Considerazioni sul divieto di pubblicità occulta nell'influencer marketing*, in *Riv. dir. media*, 2022, II, 145 ss.; ID., *Commercial value of the fame e prospettive rimediale a confronto*, in *Giust. civ.*, 2023, I, 143 ss.; G. CORAPI, *Il contratto di influencer marketing*, in *Nuovo dir. civ.*, 2022, I, 245, il quale evidenzia come «rilevante, ma non dirimente, ai fini della qualificazione della fattispecie», sia «l'elemento dell'intuitu personae. La prossimità al contratto d'opera, più che all'appalto, si ravvisa nel carattere eminentemente personale della prestazione svolta. Anche per gli influencer più strutturati, infatti, l'adempimento dell'obbligazione dipende dalla personalità dell'opinion leader o dalle sue competenze in un settore specifico». Nei casi di intercessione da parte di agenzie, il contratto dovrebbe, evidentemente, contenere clausole volte a responsabilizzare gli intermediari rispetto all'operato degli *influencer*, prevedendosi all'uopo specifici oneri di vigilanza e di controllo.

coinvolge numerose personalità, non solo *influencer* ed inserzionisti, legati da un rapporto di committenza, ma eventuali intermediari delegati dai primi alla sottoscrizione di richieste di sponsorizzazione²⁶. Quanto al contenuto del negozio, l'azienda titolare del *brand* riconosce un corrispettivo monetario e/o sotto forma di omaggi all'*influencer*, il quale sarà, poi, tenuto ad associare alla propria figura quel determinato marchio, mediante *advertising online*, attraverso post, foto, commenti, recensioni, tweet, ecc. Tale contratto, collocato nell'ambito del c.d. *personality merchandising*²⁷, viene generalmente corredato da clausole, come la concessione, da parte dell'*influencer* e a favore del soggetto sponsorizzato, del diritto di esclusiva²⁸ e di quello di utilizzazione della

²⁶ Non è questa la sede per approfondire, ma basti ricordare che la pretesa "gratuità" dei *social network* cela una componente patrimoniale rinvenibile nel fine perseguito da tali strumenti: quello di garantire agli inserzionisti pubblicitari la tracciabilità, ai fini commerciali, di un flusso copioso di "entità economiche", costituite dagli utenti stessi i quali, sempre più profilati, concludono negozi all'interno della piattaforma di socializzazione virtuale e, quindi, indirettamente, incrementano il rilievo economico della partecipazione al mercato dal lato dell'offerta. Scopo questo che viene, per lo più, soddisfatto per effetto degli stessi contratti atipici di *personality merchandising*. Osserva G. GIANNONE CODIGLIONE, *Libertà d'impresa, concorrenza e neutralità della rete nel mercato transnazionale dei dati personali*, in *Dir. inf.*, 2015, IV-V, 909 ss., che la navigazione in rete di utenti attivi costituisce la più importante fonte di profitto per i gestori del servizio, concorrendo a rafforzare sul mercato il potere delle inserzioni pubblicitarie e rappresenta una forma di capitale diverso e alternativo al plusvalore ottenuto dalla vendita dei servizi o degli spazi pubblicitari.

²⁷ I contratti atipici di *personality merchandising* hanno ad oggetto lo sfruttamento commerciale del nome o dell'immagine di una determinata personalità (cfr. artt. 7, 10 c.c.; 8, comma 2, D.lgs. n. 30/2005, il quale consente di registrare come marchio, se notorio, il nome di una persona). Per "immagine", segnatamente, si intende tutto ciò che, direttamente o indirettamente, richiami il titolare del diritto. Cfr. A. MENDOLA, *Il personality merchandising e i limiti alla libera determinazione negoziale nei social network*, in L. CARRUBBO, A. MENDOLA, *Le scelte "inconsapevoli" nelle nuove dinamiche d'acquisto: il neuromarketing e la tutela del consumatore-follower*, Milano, 2022, 145 ss.; A. FACHECHI, *A proposito di personality merchandising*, in *Giur. it.*, 2019, I, 60 ss.

²⁸ Segnala A. FACHECHI, op. cit., 60 ss., che «[t]ra le peculiarità dei contratti di sfruttamento commerciale di personalità nota vi è, infatti, la clausola di esclusiva del c.d. "patrimonio d'immagine", vale a dire l'assunzione dell'obbligo, da parte del contraente famoso, di avvalersi solo dei beni riconducibili ad un determinato brand e di non servirsi di quelli concorrenti, soprattutto allorquando si agisca in pubblico. Rimane salva solo la libertà di optare per utilità diverse nell'ambito della propria

propria immagine per iniziative pubblicitarie, nonché dell'obbligo reciproco dei soggetti contraenti di non assumere comportamenti che possano ledere l'immagine della controparte. Al ricorrere, poi, di determinati presupposti, possono convenirsi eventuali maggiorazioni del corrispettivo pattuito, nonché possibili risoluzioni automatiche o anticipate del negozio in caso di mancato rispetto delle norme predisposte dall'Istituto di Autodisciplina Pubblicitaria ("IAP").

Ciò posto, l'attività di sponsorizzazione, da parte degli *influencer*, di un determinato *brand*, in mancanza di un *disclaimer* circa la natura commerciale dei contenuti postati, configura violazione degli artt. 22 e 23 del D.Lgs. n. 206/2005 ("Codice del Consumo")²⁹, in punto di omissioni e pratiche commerciali scorrette, e 7 del Codice di Autodisciplina della Comunicazione commerciale, ai sensi del quale «*la comunicazione commerciale deve essere sempre riconoscibile come tale*».

Dal punto di vista dell'elemento oggettivo, perché si realizzi in concreto l'ipotesi di illecito in esame è sufficiente la mera potenzialità decettiva del messaggio e l'idoneità della comunicazione ad alterare sensibilmente la capacità del consumatore di adottare una scelta consapevole, senza che l'effetto ingannatorio o quello lesivo si debbano essere effettivamente prodotti nella realtà o, nello specifico, che la comunicazione abbia concretamente comportato la conclusione di uno o più contratti relativi ai prodotti o servizi reclamizzati³⁰.

sfera privata, quando cioè non vi sia la possibilità che i consumatori associno l'immagine a prodotti di altra marca rispetto a quella reclamizzata».

²⁹ Del resto, l'art. 22, comma 2, Codice del Consumo considera omissione ingannevole quella del professionista che non indichi l'intento commerciale di una certa pratica.

³⁰ In proposito, si veda V. D'ANTONIO, *Principi di diritto della comunicazione commerciale*, Napoli, 2012, 3 ss., secondo cui «*l'inganno pubblicitario si configura come un tipico illecito di pericolo, dal momento che le norme in esame non presuppongono l'effettiva induzione in errore del destinatario del messaggio o, ancora, la concreta lesione del comportamento economico di questi, bensì la mera idoneità della comunicazione a produrre determinate conseguenze pregiudizievoli*». Inoltre, secondo A. MENDOLA, *Considerazioni sul divieto di pubblicità occulta nell'influencer marketing*, cit., 145 ss., «*non è indispensabile che l'induzione in errore si traduca nella conclusione del contratto per ottenere il bene (o il servizio) reclamizzato e nell'alterazione del patrimonio del consumatore, risultando sufficiente che costui sia condizionabile nelle proprie preferenze di mercato dalla portata decettiva della comunicazione*».

Partendo dal dato testuale, a partire dal 2017, l’Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato (“AGCM”) ha “rubato la scena” alle altre Autorità (di regolazione e non), inviando delle lettere di *moral suasion* ad alcuni dei principali *influencer/instagrammer*, agli inserzionisti e alle società titolari dei *brand* pubblicizzati, con l’obiettivo di ricordare loro di comunicare chiaramente le relazioni commerciali esistenti con i marchi che promuovono e sollecitare massima trasparenza e chiarezza sull’eventuale contenuto pubblicitario dei *post* pubblicati³¹.

Non solo. L’AGCM ha proseguito sul sentiero tracciato, avviando una serie di procedimenti istruttori che, già negli annunci dei comunicati stampa, tratteggiavano condotte, qualificabili come pratiche commerciali scorrette, ingannevoli o aggressive, idonee a limitare la libertà di scelta o di comportamento del consumatore, così da indurlo ad una decisione che non avrebbe altrimenti preso. Solo per citare i principali – e senza voler “addentrarci” nell’analisi dettagliata dei procedimenti –, l’AGCM ha, in prima battuta, perseguito le condotte di una società e di tre noti *influencer* (legati da un rapporto commerciale), contestando a questi ultimi la diffusione sul loro profilo Instagram di post contenenti l’invito ai *follower* a pubblicare contenuti con *tag* e *hashtag* collegati alla campagna pubblicitaria di un dispositivo per il tabacco riscaldato prodotto e commercializzato dalla società³². Secondo le risultanze dell’AGCM, gli *influencer* si sono avvalsi di una strategia

³¹ Anche la Federal Trade Commission (“FTC”) ha inviato numerose contestazioni e lettere di *moral suasion* dirette a inserzionisti e celebrità e, a valle dell’invio di dette comunicazioni, la FTC ha annunciato di aver raggiunto accordi con gli inserzionisti, imponendo loro: 1. di fornire agli *endorser* un documento che chiarisca la portata del dovere di *disclosure*; 2. di introdurre un sistema di monitoraggio dei post degli *influencer*, al fine di verificarne la *compliance* rispetto a tali doveri; 3. di cessare ogni forma di pagamento agli *endorser* che si rappresentino falsamente imparziali; 4. di redigere e trasmettere alla FTC un report che mostri i risultati del sistema di controllo, per ogni anno, unitamente alle copie di ogni annuncio o altro materiale di marketing. Su questi ultimi profili, si veda J. CIANI, M. TAVELLA, *La riconoscibilità della natura pubblicitaria della comunicazione alla prova del digital: native advertising tra obbligo di disclosure e difficoltà di controllo*, in *Informatica e Diritto*, 2017, I-II, 485 ss.

³² AGCM, PS12009 – BAT-PUBBLICITÀ OCCULTA GLO SUI SOCIAL NETWORK, Provvedimento n. 29837 del 30 settembre 2021.

promozionale definita “call to action”³³ e avrebbero contribuito a “plasmare” la categoria ibrida del *prosumer*, caratterizzata dalla creazione di contenuti soggettivamente privati, in quanto generati dagli utenti, ma oggettivamente imprenditoriali, ossia riguardanti marchi e prodotti che hanno rilevanza economica e sono oggetto di commercializzazione³⁴. In secondo luogo, l’AGCM è stata chiamata a formulare, ai sensi dell’art. 27, comma 6, del Codice del Consumo, un parere in due procedimenti aventi ad oggetto una possibile fattispecie di pubblicità occulta relativa a contenuti pubblicati sul profilo Instagram di alcuni *influencer*. Nel primo caso, si trattava di *post* in cui appariva il logo del più famoso vettore aereo nazionale riportato sui capi d’abbigliamento firmati da una nota stilista e indossati da alcune *celebrity*³⁵ e, nel secondo, erano oggetto di scrutinio taluni *post* dove

³³ Si tratta di una strategia volta a creare una interazione con i *follower* che, nell’aspettativa di ricevere in cambio una maggiore visibilità del proprio profilo, vengono indotti a rispondere all’invito diffondendo a loro volta contenuti collegati ad un marchio o prodotto generando così un effetto pubblicitario.

³⁴ Nel merito, ai sensi degli artt. 27, comma 7, del Codice del Consumo, e 9, comma 2, lett. a, del “Regolamento sulle procedure istruttorie in materia di pubblicità ingannevole e comparativa”, l’AGCM non accertava l’infrazione, atteso che gli impegni del soggetto titolare del marchio e degli *influencer* hanno fatto venir meno i profili di possibile scorrettezza della pratica commerciale oggetto di istruttoria. Gli *influencer*, a titolo esemplificativo, si sono impegnati a rimuovere le pagine contenenti i *post* contestati e a comunicare in modo trasparente la finalità promozionale, ove sussistente, dei contenuti diffusi mediante social media, inclusa l’ipotesi in cui il messaggio pubblicitario fosse mediato dai *follower* attraverso una “call to action”. Quanto agli impegni assunti dagli *influencer*, qualora in futuro le aziende dovessero inviare a tali soggetti prodotti in omaggio, senza alcun obbligo di svolgere una qualsivoglia attività di promozione a favore di tali prodotti, gli stessi si impegnano ad inserire nei *post* contenenti l’immagine o la menzione dei prodotti in questione, hashtag quali #suppliedbybrand o #brandgift o #fornitodabrand, o altra simile dicitura volta a comunicare che il prodotto è stato fornito o regalato dalla società titolare del marchio. Qualora, invece, la pubblicazione del *post* sui social network rientrasse nell’ambito di un rapporto di committenza e/o collaborazione fra l’*influencer* e le aziende inserzioniste, lo stesso *influencer* riporterà nei propri *post* gli hashtag #pubblicitàbrand o #sponsorizzatodabrand o #advertisingbrand o #inserzioneapagamentobrand.

³⁵ AGCM, PS11270-AEFFE-ALITALIA, Provvedimento n. 27787 del 22 maggio 2019.

comparivano prodotti riconducibili ad un'azienda italiana operante nel settore alimentare³⁶.

Al di là del merito delle singole istruttorie³⁷, è innegabile che l'attività di *enforcement* dell'AGCM e di successivo adeguamento degli *influencer* segnalano l'accresciuta sensibilità degli operatori e del pubblico rispetto al divieto di pubblicità occulta anche nelle comunicazioni diffuse tramite i *social media*. Si tratta, quindi, uno sforzo lodevole e di un risultato meritorio, seppur limitato, nel suo impatto, dalle strettoie procedurali delle pratiche commerciali scorrette.

Ma in questo primo tentativo dell'AGCM si può intravedere nitidamente qualche insegnamento applicabile al caso oggetto del presente contributo, quello dei consigli in materia finanziaria. E gli spunti di cui far tesoro riguardano l'utilizzo dei codici di condotta, che, nell'ambito dell'*influencer marketing*, vede l'IAP in prima linea. Poiché, come noto, il Codice di autodisciplina pubblicitaria ("CAP"), promulgato dallo stesso Istituto, non riporta regole obbligatorie per segnalare agli utenti che operano *online* il fine promozionale del contenuto espresso da un determinato messaggio, nel 2016, l'IAP ha pubblicato sul proprio sito la c.d. Digital Chart, con lo scopo di assicurare che la comunicazione commerciale digitale sia sempre più "onesta, veritiera e corretta" (come richiesto all'art. 1 del C.A.P.), a tutela dei consumatori e delle imprese, e consolidare il rapporto fiduciario tra inserzionisti e utenti. La Digital Chart, nella specie, ha fornito suggerimenti operativi per consentire, da un lato, ai fruitori dello strumento digitale di riconoscere i contenuti promozionali rispetto a quelli di diversa natura, e, dall'altro, agli operatori di trasmettere messaggi trasparenti e corretti per non incorrere in sanzioni. Ciò è stato possibile attraverso l'estensione all'*endorsee* che realizzi una forma di

³⁶ AGCM, PS11435-INSANITY PAGE-PUBBLICITÀ OCCULTA BARILLA, Provvedimento n. 28167 del 25 febbraio 2020.

³⁷ A tal proposito, lo scorso 14 giugno 2023, è stata resa nota l'apertura da parte dell'AGCM di un'istruttoria (PS12506) per pratica commerciale scorretta in relazione all'iniziativa commerciale tra una nota *influencer* e un'industria dolciaria attraverso la quale i consumatori potevano essere indotti a credere che acquistando un prodotto "griffato" dalla nota *influencer* si contribuisse alla donazione per l'acquisto di un nuovo macchinario presso un ospedale torinese mentre, al contrario, l'industria dolciaria aveva disposto una donazione in cifra fissa parecchi mesi prima del lancio pubblicitario dell'iniziativa e, dunque, del tutto indipendentemente dall'andamento delle vendite del prodotto.

comunicazione commerciale di tutte le disposizioni del CAP applicabili alla pubblicità *offline*, specialmente quelle relative al principio di trasparenza e riconoscibilità *ex art.* 7³⁸.

Comune alla fattispecie del *fin-fluencing* è che tali condotte si traducono in notevoli rischi per il consumatore derivanti proprio dalla pubblicità occulta che questi soggetti sono in grado di propagare³⁹. Infatti, pur non essendo facilmente inquadrabili come “commercianti” o come singoli che agiscono con continuità in nome e per conto del commerciante, ai sensi del Codice del Consumo, la loro attività ha chiaramente un movente pubblicitario, che, però, non è esibito in modo chiaro e inequivocabile ai consumatori (ed è per questo che l’AGCM la considera particolarmente rischiosa)⁴⁰.

³⁸ A partire, poi, dal 2019, il Regolamento Digital Chart diventa parte integrante del CAP, costituendo l’unico testo normativo sulla comunicazione commerciale veicolata da influencer e contenendo una serie di indicazioni relativamente ai casi di *endorsement* di un prodotto. Esso chiarisce, ad esempio, nell’ipotesi di comunicazioni diffuse in adempimento di un contratto concluso con un committente, quali hashtag (#Pubblicità/#Advertising, #Sponsorizzatodabrand, #ad#brand) debbano inserirsi all’inizio del post. Quando si tratti, invece, dell’invio di prodotti in omaggio, senza alcuna controprestazione a carico dell’influencer, quest’ultimo ha l’obbligo di inserire nelle comunicazioni diffuse in rete che contengano la raffigurazione o la citazione del prodotto, un *disclaimer*, quale “prodotto inviato da ... brand”, o simile. L’*hashtag* è, infatti, un tipo di *tag* utilizzato, soprattutto nei social network, come “aggregatore tematico”, la cui funzione risulta quella di agevolare gli utenti nel trovare informazioni su un tema o su un contenuto specifico. Più chiaramente, siffatta particolare forma di metadato ha la capacità di svolgere il ruolo di comunicazione diretta tra il consumatore ed il creatore del contenuto social, senza le intermediazioni tipiche della comunicazione classica ma anzi sfruttando le potenzialità offerte dalle nuove tecnologie di rete sociale.

³⁹ Cfr. A. CANEPA, *Social media and fin-influencers towards a new digital vulnerability in investment decisions*, in *Riv. trim. dir. econ.*, Suppl. 1/2022, 307 ss.

⁴⁰ Ciò si traduce in un incremento della loro vulnerabilità, come evidenziato dallo studio del Parlamento Europeo del febbraio 2022 “The impact of influencers on advertising and consumer protection in the Single Market” sopra citato, laddove si rileva come «*Influencer marketing has an impact on consumer purchase decision-making. Children and consumers with low education and/or low income are particularly vulnerable to influencer marketing*».

5. Il quadro normativo in tema di contrasto alla disinformazione in ambito finanziario e le possibili applicazioni in ambito digitale.

5.1. La disciplina europea e le disposizioni del Testo Unico della Finanza

Il tema del *fin-influencing* non si esaurisce unicamente nell'analisi dei profili su richiamati, ma assume un rinnovato interesse se calato nell'alveo delle vigenti normative in tema di contrasto alla disinformazione in ambito finanziario che, tuttavia, inizialmente "plasmate" per il mondo analogico, scontano difficoltà di adattamento a quello digitale.

Non sfuggirà, infatti, che l'attività di soggetti tradizionalmente operanti al di fuori delle categorie regolate (come i c.d. *fin-fluencer*) possa essere ritenuta problematica di per sé proprio in ragione della loro capacità "interattiva" con gli utenti dei vari *social* e dell'attitudine a coinvolgere i propri *follower* nella condivisione di contenuti. Del resto, le criticità di tali condotte possono risultare ancora maggiori per tutti quegli individui con una scarsa alfabetizzazione finanziaria e ciò è in grado di ingenerare un affidamento ancora maggiore negli *influencers* e nei loro contenuti⁴¹.

Rimarranno, quindi, sullo sfondo le disposizioni previste a carico di soggetti vigilati i quali, in virtù del proprio ruolo – si pensi al caso degli intermediari – ovvero alla propria posizione nell'ambito dei mercati finanziari (operatori bancari, portatori di conflitti di interesse, tra gli altri) risultano destinatari di norme specifiche recanti i diversi obblighi di condotta e trasparenza cui sarebbero onerati⁴².

⁴¹ Sul ruolo dell'alfabetizzazione finanziaria, si vedano, tra gli altri, D. SICLARI, *Tutela del risparmio, educazione finanziaria e principio costituzionale di sussidiarietà orizzontale*, in AA.VV., *Le regole del mercato finanziario*, Padova, 2010, 79 ss.; M.-T. PARACAMPO, *Il ruolo dell'educazione finanziaria nella recente disciplina del mercato finanziario*, in questa *Rivista*, giugno 2011 e T. KAISER, A. LUSARDI, L. MENKHOFF, C. URBAN, *Financial education affects financial knowledge and downstream behavior*, NBER Working paper series n. 27057, April 2020.

⁴² Sul tema, si rimanda, in generale, a M. PELLEGRINI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari nella prestazione dei servizi di investimento*, in F. CAPRIGLIONE (a cura di), *L'ordinamento finanziario italiano*, Padova, 2010, II, 809 ss.; ID., *Regole di comportamento e responsabilità degli intermediari*, in F. CAPRIGLIONE (a cura di), *I contratti dei risparmiatori*, Milano, 187 ss.; A. PERRONE,

Un primo esercizio di costruzione di un *framework* normativo organico e “adattabile” al caso della manipolazione informativa in ambito digitale può essere operato muovendo dal recepimento della normativa comunitaria che ha istituito un quadro comune di regolamentazione in materia di abuso di informazioni privilegiate, comunicazioni illecite di informazioni privilegiate e manipolazione del mercato.

La strategia europea in materia di abusi di mercato è stata oggetto di una recente rivisitazione ad opera del Regolamento (UE) 2014/596 (“MAR”) e della Direttiva 2014/57/UE (“MAD II”) ⁴³.

Tale novità normativa, da un canto, conserva diversi elementi che già connotavano la Direttiva 2003/6/CE (“MAD I”) ma, dall’altro, innova in profondità l’assetto previgente.

Ciò che rileva maggiormente è il rovesciamento del rapporto tra sanzioni penali e sanzioni amministrative. Infatti, dinnanzi all’acclarata inadeguatezza delle sanzioni amministrative, tanto sul versante preventivo quanto su quello repressivo, rispetto alla necessità di presidiare l’integrità del mercato, la sua efficienza e il suo carattere integrato, nella prospettiva di rafforzare la fiducia degli investitori, la Direttiva MAD II considera essenziale l’adozione da parte degli Stati membri di sanzioni penali a presidio delle condotte di *market abuse*, quantomeno nei casi di “reati gravi” (Considerando 8), mentre il Regolamento MAR precisa che l’introduzione di sanzioni amministrative nazionali per le stesse infrazioni già “coperte” dalla sanzione penale è solo facoltativa (Considerando 72). Anche laddove il legislatore nazionale ritenga di accompagnare le sanzioni penali con le sanzioni amministrative, deve essere in ogni caso garantito il principio del *ne bis in idem* (Considerando 23 della Direttiva).

Servizi d’investimento e regole di comportamento dalla trasparenza alla fiducia, in Banca, borsa, tit. cred., 2015, I, 31 ss.; E. CAPOBIANCO, F. LONGOBUCCO, *La nuova disciplina sulla trasparenza delle operazioni e dei servizi bancari e finanziari*, in Contr. e impr., 2011, IV-V, 1142 ss.; P. LUCANTONI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, in R. LENER, E. GABRIELLI (a cura di), *I contratti del mercato finanziario*, Torino, 2011, 239 ss.; F. SARTORI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, Milano, 2004, *passim*.

⁴³ Regolamento (UE) n. 596/2014 del 16 aprile 2014, relativo agli abusi di mercato (MAR) e alla Direttiva 2014/57/UE del 16 aprile 2014, relativa alle sanzioni penali in caso di abusi di mercato (MAD II).

A livello interno, sebbene la legge di delegazione europea 2014 (Legge n. 114/2015), contenesse diversi principi e criteri direttivi per il Governo tanto per l'attuazione della Direttiva MAD II (che gli Stati membri avrebbero dovuto adottare entro il 3 luglio 2016), quanto per l'adeguamento della disciplina nazionale alle disposizioni del Regolamento MAR, tale delega è stata lasciata decadere senza l'adozione di alcun provvedimento.

Soltanto con il D.Lgs. n. 107/2018 (entrato in vigore il 29 settembre 2018), attuativo della legge di delegazione europea 2016-2017 (Legge n. 163/2017), il legislatore italiano si è adeguato alle disposizioni del Regolamento MAR. Quanto alla Direttiva MAD II, invece, il legislatore domestico è intervenuto marginalmente sulle fattispecie penali previste nel Testo Unico della Finanza ("T.U.F.")⁴⁴, ritenendo che le condotte dolose contemplate dalla Direttiva fossero già oggetto di adeguata previsione sanzionatoria nell'ordinamento interno⁴⁵.

Vengono, dunque, in rilievo le disposizioni volte a contrastare le manipolazioni di mercato di tipo informativo previste agli artt. 185 comma 1 e 187-ter del T.U.F. alle quali si sovrappone la disciplina generale prevista dall'art. 2637 c.c. in materia di aggio di mercato societario e bancario.

A tale proposito, il D.Lgs. n. 107/2018, all'art. 4, comma 9, nell'apportare le necessarie modifiche al T.U.F., ha, tra le altre cose, sostituito integralmente il testo degli artt. 187-bis e 187-ter, che descrivevano le figure dell'illecito amministrativo di abuso di informazioni privilegiate e di manipolazione del mercato.

⁴⁴ Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 – Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, ai sensi degli articoli 8 e 21 della legge 6 febbraio 1996, n. 52.

⁴⁵ M. GAMBARDELLA, *Condotte economiche e responsabilità penale*, Torino, 2020, 366 ss., il quale evidenzia i possibili profili di inadempimento del legislatore interno nel recepimento della disciplina sovranazionale; sui disallineamenti con gli obblighi di criminalizzazione della MAD, si vedano anche F. D'ALESSANDRO, *Market abuse*, in M. CERA, G. PRESTI (a cura di), *Il testo unico finanziario*, II, Bologna, 2020, 2205 ss. – in relazione all'*insider trading* – e 2228 ss. – per quanto attiene alla manipolazione del mercato –, nonché M. MASUCCI, *Gli abusi di mercato. L'attuazione nel sistema penale italiano del regolamento e della seconda direttiva dell'Unione europea sul market abuse*, in A. FIORELLA (a cura di), *Questioni fondamentali della parte speciale del diritto penale*, Torino, 2019, 297 ss.

Nel testo previgente, l'illecito amministrativo *ex art. 187-bis* era delineato in modo testualmente identico (per quanto concerneva l'abuso di informazioni privilegiate) rispetto all'omologa figura delittuosa (art. 184 T.U.F.), mentre la descrizione contenuta nell'art. 187-*ter*, differente rispetto a quella dell'art. 185 (per la manipolazione del mercato), in realtà non comportava una vera e propria discrepanza fra gli insiemi di condotte sussumibili sotto le due fattispecie, posto che il maggior dettaglio analitico delle fattispecie costituenti l'illecito amministrativo si presentava come una sorta di specificazione delle condotte integranti il delitto di cui all'art. 185 T.U.F.

Con l'intervenuta modifica, tanto l'illecito amministrativo di abuso di informazioni privilegiate quanto quello di manipolazione del mercato sono ora delineati – per tramite del rinvio espressamente previsto nelle due rammentate norme – dalle disposizioni degli artt. 14 (in relazione agli artt. 8 10) e 15 (in relazione all'art. 12) del Regolamento MAR. Le norme del MAR contemplano condotte analiticamente descritte con un maggior grado di dettaglio e tali disposizioni sono collocate all'interno di un *corpus* normativo (il Regolamento e la Direttiva), che, a propria volta, prevede corrispondenti fattispecie di illecito penale (*rectius*: fattispecie alle quali il legislatore nazionale dovrebbe conformarsi per la previsione dei delitti), anch'esse disegnate attraverso una puntuale, precisa e analitica descrizione delle condotte proscriette (si tratta degli artt. 3, 4 e 5 della Direttiva MAD II). Si noti ancora che il legislatore euro-unitario ha tentato di caratterizzare già sul piano della descrizione del fatto punibile in maniera differente illeciti penali e illeciti amministrativi, sicché – osservando le rispettive norme del Regolamento e della Direttiva – ci si avvede che i singoli illeciti (penali e amministrativi) sono fra loro differenti. Come noto, però, il legislatore italiano, in sede di attuazione della normativa euro-unitaria, ha ritenuto di non modificare le fattispecie criminose, che sono rimaste sostanzialmente immutate. È oggetto di dibattito, dunque, se (ed eventualmente in quale misura) le nuove figure d'illecito amministrativo corrispondano (più esattamente: descrivano comportamenti che siano riconducibili) alle fattispecie astratte dei

delitti di cui agli artt. 184 e 185 T.U.F. (rimasti invariati, malgrado l'esplicito invito in senso contrario del legislatore dell'Unione)⁴⁶.

In particolare, per quanto attiene alla fattispecie di reato di cui all'art. 185 T.U.F., le modifiche apportate dal D.Lgs. n. 107/2018 si sono limitate ad aggiungere alla fattispecie i commi 1-*bis* e 2-*ter* (relativi, rispettivamente, ad una ipotesi di "non punibilità" e all'ambito di applicazione del reato), nonché a novellare il contenuto del comma 2-*bis* estendendo il campo applicativo dell'ipotesi contravvenzionale alle condotte aventi ad oggetto strumenti finanziari negoziati su un OTF (un sistema organizzato di negoziazione denominato "Organised Trading Facility"), derivati e quote di emissioni.

Di maggior rilievo sono, invece, le modifiche apportate agli illeciti amministrativi di cui agli artt. 187-*bis* e 187-*ter* T.U.F., i quali, come detto, sono costruiti con la tecnica del rinvio a disposizioni contenute nel Regolamento MAR.

L'illecito amministrativo di manipolazione del mercato colpisce, oggi, chiunque violi il divieto di cui all'art. 15 del Regolamento MAR, il quale però non descrive alcuna fattispecie ma si limita a prevedere che «*non è consentito effettuare manipolazioni del mercato o tentare di effettuare manipolazioni del mercato*», lasciando all'interprete l'onere di individuare il contenuto del divieto esaminando i precetti degli artt. 12 ("Manipolazione del mercato") e 13 ("Prassi di mercato ammesse") della medesima fonte normativa di derivazione europea.

Compito tutt'altro che agevole, tenuto conto del *puzzle* normativo che occorre costruire per delineare i confini del divieto di manipolazione del mercato. In particolare, concorrono a tale obiettivo: i) le condotte descritte nell'art. 12, par. 1, MAR; ii) gli esempi di condotte da considerarsi manipolazione del mercato, elencati nel paragrafo 2 della medesima disposizione; iii) gli indicatori di

⁴⁶ Per le criticità e le possibili soluzioni relative ai profili concernenti le "identità" delle fattispecie, cfr. F. VIGANÒ, *Ne bis in idem e contrasto agli abusi di mercato: una sfida per il legislatore e i giudici italiani*, in *Dir. pen. cont. – Riv. trim.*, 2016, I, 202 ss.; M. SCOLETTA, *Doppio binario sanzionatorio e ne bis in idem nella nuova disciplina eurolunitaria degli abusi di mercato*, in *Società*, 2016, 218 ss.; E. BASILE, *Una nuova occasione (mancata) per riformare il comparto penalistico degli abusi di mercato? Lo schema del d.d.l. di delegazione europea 2016*, in *Dir. pen. cont. – Riv. trim.*, 2017, V, 271 ss.; F. MUCCIARELLI, *La nuova disciplina eurolunitaria sul market abuse: tra obblighi di criminalizzazione e ne bis in idem*, in *Dir. pen. cont. – Riv. trim.*, 2015, III, 295 ss.

manipolazioni consistenti nel fornire indicazioni false o fuorvianti e nel fissare artificialmente i prezzi, rinvenibili nell'Allegato I, lett. a) MAR; iv) gli indicatori di manipolazioni consistenti nell'utilizzazione di strumenti finanziari fittizi o di altri tipi di inganno o espediente, di cui all'Allegato I, lett. b) MAR); v) l'art. 4 del Regolamento delegato (UE) 2016/522 della Commissione del 17 dicembre 2015, rubricato anch'esso "Indicatori di manipolazione", il quale, però, ulteriormente rinvia all'Allegato II del medesimo Regolamento, nel quale, infine, si rinvengono (cinque pagine di) prassi di mercato che specificano gli indicatori dell'Allegato I del MAR.

A tal proposito, occorre segnalare che l'art. 12, par. 1, MAR distingue quattro categorie di attività da intendersi come manipolazione del mercato, per le quali non pare essenziale la materializzazione di un effetto sui prezzi per l'integrazione dell'illecito (come emergerebbe dalle espressioni "è probabile che invii", "sia probabile che incida", ecc.)⁴⁷.

Con riferimento alle condotte penalmente rilevanti, il reato di manipolazione del mercato viene, dunque, identificato nella diffusione di notizie false idonee a provocare una sensibile alterazione del prezzo di strumenti finanziari. Si osservi, innanzitutto, come siano espressamente richieste, ai fini della realizzazione della condotta illecita, la falsità delle notizie riportate e la destinazione ad un pubblico indistinto di soggetti; in merito al primo aspetto, se il ricorso al termine "notizia" sembra idoneo ad escludere la rilevanza penale delle mere voci, risulta, tuttavia, incerto se tale locuzione possa applicarsi nel caso di opinioni aventi di carattere soggettivo⁴⁸.

⁴⁷ Per un'analisi della fattispecie, v. P.M. SABELLA, Art. 187-ter, in V. CALANDRA BONAURA (a cura di), *Commentario breve al Testo unico della finanza*, Padova, 2020, 1269 ss. Secondo la tesi prevalente, pertanto, l'illecito amministrativo, non richiedendo l'idoneità della condotta a provocare l'alterazione sensibile del prezzo, configurerebbe una fattispecie di pericolo astratto.

⁴⁸ A tal proposito, basti pensare che se, da una parte, si ritiene che la presenza di una considerazione soggettiva sia sufficiente ad escludere *in nuce* la natura della notizia (dovendo questa operare esclusivamente un'affermazione descrittiva di fatti storicamente accaduti: cfr. A. ALESSANDRI, *Osservazioni sulle notizie false esagerate o tendenziose*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 1973, 720 ss.), dall'altro, si è ritenuto, al contrario, che anche le informazioni filtrate da profili di soggettività possano qualificarsi come notizie, allorché consistano in rappresentazioni di fatti esistenti (L.

Il requisito della falsità integra, invece, un elemento di difformità dalla realtà, il quale può riguardare qualsiasi aspetto ritenuto significativo ai fini dell'alterazione del prezzo degli strumenti finanziari negoziati e che deve potenzialmente risultare sensibilmente diverso da quello che si determinerebbe in presenza delle naturali dinamiche di mercato⁴⁹.

Laddove l'art. 185 identifica una fattispecie di reato, l'art. 187-ter dispone che, nei casi nei quali non si siano riscontrabili tutti gli elementi della manipolazione mercato così come definita ai sensi del T.U.F. – e, in particolare, non siano presenti la valenza frodatoria caratterizzante l'elemento soggettivo ovvero l'idoneità astratta ad alterare significativamente i prezzi dello strumento oggetto di notizia – la condotta potrà nondimeno qualificarsi come illecito amministrativo laddove violi il disposto dell'art. 15 della MAR sopra indicato, ai sensi del quale «*non è consentito effettuare manipolazioni di mercato o tentare di effettuare manipolazioni di mercato*».

Così sinteticamente ricostruito il quadro normativo, la Cassazione ha, inoltre, avuto cura di precisare che «*le fattispecie previste dagli artt. 185 e 187-ter D.Lgs. 24 febbraio 1998 n. 58, di natura rispettivamente penale e amministrativa, entrambe riferite a casi di manipolazione del mercato, presentano alcuni elementi differenziali. In particolare, fra tali elementi di differenziazione, oltre ad una più dettagliata previsione delle condotte punibili, vi è il riferimento al dato quantitativo dell'alternazione del prezzo degli strumenti finanziari causato dalle operazioni poste sul mercato, rinvenibile solo nella disposizione penale. Una linea distintiva ai fini dell'applicazione delle due disposizioni può individuarsi proprio nella presenza di condotte dirette a realizzare operazioni simulate o altri artifici, nonché nei casi in cui tali azioni siano idonee concretizzare una sensibile modifica del prezzo degli strumenti finanziari. Solo quando non vi siano condotte così tipizzate e manchi siffatta idoneità alterativa potrà trovare*

ORSI, *La manipolazione del mercato mediante la diffusione di false notizie*, in *La responsabilità amministrativa delle società e degli enti*, 2009, I, 83 ss.).

⁴⁹ Si veda Cass. 13 settembre 2016 n. 3836, con nota di G. MENTASTI, *Sulla non configurabilità del reato di manipolazione del mercato nella fase di Initial Public Offering (IPO): la Cassazione e il caso SEA*, in *Dir. pen. cont. – Riv. trim.*, 2017, IV, 289 ss.

applicazione l'illecito amministrativo di cui all'art. 187-ter, che si caratterizza appunto come fattispecie di pericolo astratto»⁵⁰.

L'art. 187-ter, pertanto, descrive un illecito di pericolo "tendenzialmente concreto"⁵¹ e la sua distinzione oggettiva dall'art. 185 può essere ricercata solo sul piano della "sensibilità" dell'alterazione: requisito che funge da labile «filtro selettivo dei fatti penalmente rilevanti»⁵².

È allora evidente come, anche alla luce del rinnovato quadro normativo, i medesimi "fatti concreti" possano nel contempo essere sussunti tanto nell'illecito penale (art. 185 T.U.F.) quanto nell'illecito amministrativo (art. 187-ter T.U.F.) di manipolazione del mercato (lo stesso dicasi relativamente all'*insider trading*)⁵³.

Paradossalmente, anzi, alla maggiore determinatezza dell'illecito amministrativo di manipolazione del mercato corrisponde necessariamente un ambito applicativo più ristretto di tale fattispecie. In altri termini, si può ritenere che l'art. 185 T.U.F. – in virtù dell'ampia portata della definizione del perimetro dell'illecito – si configuri quale norma generale rispetto alle ipotesi contemplate dall'art. 187-ter T.U.F.: «sicché un qualunque comportamento concreto, in ipotesi

⁵⁰ Cass., 16 marzo 2006, n. 15199. Muovendo dal nuovo contesto normativo, inoltre, dall'Allegato I al Regolamento MAR e l'Allegato II Regolamento delegato (UE) n. 2016/522 risulta evidente come la valutazione sulla rilevanza delle varie condotte di manipolazione del mercato sia legata a un accertamento in concreto sull'entità, sulle caratteristiche e su tutte le circostanze che concorrono a definire la valenza manipolativa dell'operazione. Senza considerare, poi, che le indagini sulla manipolazione del mercato (così come sull'*insider trading*) solitamente avvengono sulla base del riscontro di anomalie di mercato, cioè in conseguenza degli effetti provocati sul prezzo dei titoli: si deve quindi riconoscere che, in materia di abusi di mercato, la differenza tra pericolo astratto e concreto svanisce dinanzi all'esigenza di stabilire l'attitudine manipolativa della condotta nel contesto in cui essa è stata realizzata. Si veda anche Cass. pen., 28 novembre 2018, n. 53437, con nota di C. SANTORIELLO, Market abuse: non occorre l'effettiva alterazione del valore dei corsi azionari, in www.altalex.com.

⁵¹ S. SEMINARA, *Diritto penale commerciale*, I, Il diritto penale del mercato mobiliare, Torino, 2018, 111 ss.

⁵² S. SEMINARA, *op. cit.*, 101. Si veda anche E. AMATI, *Abusi di mercato e sistema penale*, Torino, 2012, 297 ss.

⁵³ M. GAMBARDELLA, *op. cit.*, 436 ss. D'altronde, come evidenziato da S. SEMINARA, *Crisi finanziaria e disorientamenti etici e giuridici*, in *Dir. Pen. Proc.*, 2009, 272 ss., la (fino al momento scarsa) prassi giudiziaria in materia rappresenta l'unico strumento per definire in maniera univoca i criteri distintivi della fattispecie.

qualificabile come illecito amministrativo di manipolazione del mercato, viene nel contempo a integrare anche la fattispecie astratta dell'art. 185 T.U.F.»⁵⁴.

Il quadro normativo si compone, da ultimo, con l'art. 2637 c.c.: esprimendo una *ratio* simile a quella contemplata dall'art. 185 T.U.F., tale disposizione punisce «*chiunque diffonde notizie false [...] concretamente idonee a provocare una sensibile alterazione del prezzo di strumenti finanziari non quotati [...] ovvero ad incidere in modo significativo sull'affidamento che il pubblico ripone nella stabilità patrimoniale di banche o di gruppi bancari*» con la reclusione da uno a cinque anni.

A “chiusura del cerchio” si intravedono le previsioni generali in materia di responsabilità civile le quali, tuttavia, occupano tradizionalmente uno spazio limitato all'interno del diritto dei mercati finanziari (e, di fatti, non se ne rinviene traccia nel Regolamento MAR), vuoi perché, nel suo approccio alla regolamentazione del mercato interno, l'Unione non ha mai accettato la tradizionale distinzione tra regolamentazione pubblica – finalizzata al perseguimento di determinati obiettivi pubblici – e diritto privato – concernente principalmente la giustizia tra privati, vuoi perché, negli ultimi decenni, sia a livello domestico che europeo, la regolamentazione pubblica si è occupata sempre più spesso di questioni che un tempo erano ad appannaggio del diritto privato generale, come la validità delle clausole contrattuali *standard*, la responsabilità per i prodotti difettosi o i doveri di attenzione e fedeltà dell'impresa finanziaria nei confronti del cliente⁵⁵.

⁵⁴ Si rimanda a F. MUCCIARELLI, *Gli illeciti amministrativi degli artt. 187 bis, 187 ter e 187 ter.1 t.u.f. dopo la riforma all'insegna della tecnica del rinvio*, in Società, 2019, 580 ss. Senza considerare che manca ancora nel T.U.F. una disposizione che raccordi in misura efficace il procedimento penale e quello amministrativo e, quindi, un meccanismo che garantisca il diritto individuale a non patire un secondo processo, penale o amministrativo, per il “medesimo” fatto, precludendone l'avvio o la prosecuzione dopo che un primo procedimento sia stato concluso. Su questo, cfr. M. MASUCCI, *op. cit.*, 354 ss.

⁵⁵ F. SARTORI, *Informazione economica e responsabilità civile*, Torino, 2012, *passim*; P. GIUDICI, *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, Torino, 2008, *passim*. Più nello specifico sul tema, S. BRUNO, *L'azione di risarcimento per danni da informazione non corretta sul mercato finanziario*, Napoli, 2000, *passim*,

In conclusione, il Regolamento MAR e la Direttiva MAD II rilevano come sia prioritario predisporre un regime di prevenzione della manipolazione di mercato che possa applicarsi efficacemente alle condotte tenute al di fuori delle sedi “fisiche” di negoziazione e, in particolare, attraverso il *web*, i *social network* ovvero i blog⁵⁶. Il ventaglio delle disposizioni finora tratteggiate sembra, dunque, comporre una “cornice” sanzionatoria astrattamente applicabile alle ipotesi di manipolazione informativa messe in atto nell’ambiente digitale.

5.2. Le condotte rilevanti nel mondo digitale declinate all’interno del Testo Unico della Finanza

Con l’applicazione delle norme del T.U.F. si è pensato (forse troppo semplicisticamente) che il problema interpretativo potesse dirsi risolto. Sennonché lo strumentario legislativo europeo e nazionale ha disvelato una serie di difficoltà applicative e una mancanza di duttilità nel contrastare le nuove forme di disinformazione finanziaria (trasfuse, poi, nel mondo *online*). Al punto che le autorità europee continuano a mettere in guardia gli investitori al dettaglio dall’adottare decisioni di investimento basandosi esclusivamente su informazioni provenienti dai *social media* e da altre piattaforme *online* non regolamentate, se non è possibile verificare l’affidabilità e la qualità delle informazioni⁵⁷.

Con riguardo all’applicabilità dell’art. 185 del T.U.F. alle ipotesi di opinioni e ai consigli finanziari diffusi sui *social media*, si è rilevato, innanzitutto, la difficoltà di dimostrare, da parte del soggetto agente, la consapevolezza e la volontà di determinare (o, qualora si accolga, coerentemente con la giurisprudenza in materia, la tesi favorevole all’ammissibilità del dolo eventuale, la capacità di prevedere con

nonché V. CARIDI, *Danno e responsabilità da informazione al mercato finanziario*, Torino, 2012, *passim*.

⁵⁶ Cfr. Considerando 48 del Regolamento MAR, secondo cui «[a]lla luce dell’accresciuto utilizzo di siti web, blog e media sociali, è importante chiarire che la diffusione di informazioni false o fuorvianti attraverso Internet, compresi i siti di media sociali o i blog anonimi, dovrebbe essere considerata ai fini del presente regolamento equivalente alla loro diffusione attraverso canali di comunicazione più tradizionali».

⁵⁷ Si rimanda, ad esempio, a ESMA, Statement: Episodes of very high volatility in trading of certain stock, cit., 17 febbraio 2021.

elevato tasso di probabilità) una significativa destabilizzazione del prezzo degli strumenti finanziari a valle della diffusione di segnali fuorvianti al mercato.

Ciò appare coerente con l'origine delle condotte e la struttura di questi illeciti, che si collocano, come detto, nel contesto del mercato finanziario e, più precisamente, in quello relativo alla formazione dei prezzi degli strumenti finanziari. Non stupisce, infatti, che la manipolazione di mercato è illecito che offende il "mercato", non già nella sua accezione di luogo indefinibile dove avvengono gli scambi, ma inteso come meccanismo di formazione dei prezzi, che rileva, nel caso di specie, quale "interesse" al mantenimento dei prezzi degli strumenti finanziari ad un livello fisiologico⁵⁸.

Proprio perché tale interesse rappresenta (e non può essere altrimenti) lo scopo della fattispecie, e non un mero bene giuridico oggetto di tutela, ecco che si giungerebbe ad allargare a dismisura le "maglie" della norma incriminatrice e a minare in maniera ingiustificata il principio della libertà di espressione, soprattutto nella sua accezione di *free speech*, se si ipotizzasse l'applicabilità della norma in esame ai consigli finanziari diffusi a mezzo *social*, senza "saldare" la realizzazione dell'illecito con l'elemento soggettivo o a un pericolo concreto per il mercato.

Si tratta di un aspetto particolarmente problematico, anche in ragione delle difficoltà oggettiva di delimitare la nozione di informazione finanziaria, intesa come quell'insieme di informazioni che sono alla base delle decisioni di negoziazione finanziaria e di relativo investimento. Se, infatti, si volesse individuare un bene protetto, occorrerebbe stabilire di quali informazioni debba trattarsi e, all'interno di tale insieme, quale sia il sotto-insieme rappresentato dalle informazioni che vengono in rilievo ai fini della manipolazione di mercato⁵⁹. Motivo per cui estendere senza riserve l'ambito di

⁵⁸ Per approfondimenti, si rinvia a F. MUCCIARELLI, Art. 184, in *Il testo unico della finanza*, a cura di M. FRATINI, G. GASPARRI, t. III, Torino, 2012, 2322 ss.

⁵⁹ Non si può, infatti, parlare genericamente di informazioni che siano alla base delle decisioni di negoziazione, altrimenti la norma sarebbe del tutto indeterminata non potendosi tradurre in elementi suscettibili di verifica empirica e processuale, ma occorre circoscrivere il campo a quelle informazioni che siano valide secondo un ragionamento economico razionale: soltanto alcune informazioni, siccome attinenti agli elementi di valutazione che, secondo il sapere e la razionalità economico-

applicazione dell'art. 185 T.U.F. verso “terreni incogniti” solleva più di una perplessità, soprattutto in termini di certezza del diritto.

Del resto, anche con riguardo all'art. 187-ter T.U.F., si è già fatto cenno alla struttura della norma, “costruita” con un rinvio ampio e generalizzato alle disposizioni della MAR e del T.U.F. Circostanza che non ha contribuito ad avere un quadro *ex-ante* di ciò che può comportare l'irrogazione di sanzioni anche di rilevante gravità, sebbene, come noto, in materia d'illecito amministrativo, le esigenze di precisione e determinatezza si presentino meno stringenti che in ambito penale.

5.3. *La responsabilità civile e la diffusione di informazioni inesatte.*

A fronte di queste perplessità, nemmeno le disposizioni in materia di responsabilità civile sembrano prestarsi ad essere utilizzate utilmente in tale contesto.

Non è mancata, però, nei decenni passati, una grande attenzione al tema della responsabilità civile derivante dalla diffusione di informazioni inesatte al mercato finanziario e, più in generale, ai terzi⁶⁰.

Nuovi mezzi di informazione e nuove figure professionali, deputate a fornire servizi di informazione di varia natura, hanno, difatti, determinato la riscoperta di un problema che, nel nostro ordinamento, ha conosciuto una prima soluzione nell'art. 2395 c.c., norma che prevede la risarcibilità del danno (direttamente) cagionato al socio o al terzo da una condotta dolosa o colposa degli amministratori della società. L'ipotesi che il legislatore storico aveva in mente nel momento in cui è stata per la prima volta introdotta tale forma di responsabilità era, infatti, quella della diffusione da parte degli amministratori di informazioni inesatte tramite la redazione del bilancio; informazioni

finanziaria, vengono apprezzati dagli investitori nel mercato finanziario, possono annoverarsi fra le informazioni che verosimilmente rappresentano la base economico-finanziaria delle decisioni di negoziazione e di investimento. In questo senso, si può parlare di informazioni *price sensitive*.

⁶⁰ F. RANIERI, *La responsabilità da false informazioni*, in G.B. PORTALE (a cura di) *Le operazioni bancarie*, I, Milano, 1978, 261 ss., rileva come proprio in materia di responsabilità per diffusione di informazioni false siano evanescenti i confini tra responsabilità contrattuale e responsabilità extracontrattuale. In senso analogo F.D. BUSNELLI, *Itinerari europei nella «terra di nessuno tra contratto e fatto illecito»: la responsabilità da informazioni inesatte*, in *Contr. e impr.*, 1991, 539 ss.

che condizionavano, in questo modo, le scelte di investimento e disinvestimento dei soci e dei terzi⁶¹.

Partendo da tale prima forma di responsabilità, si è sviluppata la riflessione giuridica sulla responsabilità da informazione (finanziaria) inesatta e vengono oggi in rilievo, innanzitutto, la responsabilità del revisore nei confronti dei terzi (investitori) per l'erroneità del giudizio sul bilancio, ma anche la responsabilità dell'analista finanziario per aver diffuso o comunicato a terzi una raccomandazione di investimento errata o fuorviante, la responsabilità dell'intermediario finanziario che, in occasione della prestazione di servizi di investimento o di servizi di altra natura a favore dei propri clienti, abbia ad essi fornito informazioni errate o inesatte e, entro certi limiti, la responsabilità del giornalista economico per la pubblicazione di notizie false o non veritiere. È a tale elenco che si potrebbe aggiungere la responsabilità delle agenzie di *rating* per giudizi inesatti comunicati al mercato.

In tutte queste ipotesi si assiste allo svolgimento di un'attività professionale da parte di un soggetto, di norma costituito in forma societaria, caratterizzata da una spiccata rilevanza della componente informativa, la quale costituisce il tramite della lesione arrecata all'investitore. L'investitore, appunto, investe o disinveste (anche) sulla base del giudizio di revisione, della raccomandazione dell'analista finanziario, delle informazioni fornite dall'intermediario finanziario e, seppure in misura minore, della notizia raccontata e interpretata dal giornalista economico. Pur trattandosi di attività professionali

⁶¹ Sul punto cfr., ad esempio, F.D. BUSNELLI, *Itinerari europei nella «terra di nessuno tra contratto e fatto illecito»: la responsabilità da informazioni inesatte*, cit., 556 ss., che ricorda la precedente giurisprudenza della Corte di Cassazione romana che aveva riconosciuto, nel 1912, il diritto dell'investitore di ottenere il risarcimento per aver acquistato azioni a un prezzo molto elevato, artatamente gonfiato dalla *misrepresentation* degli amministratori. Cass. Roma, 24 maggio 1912, in Riv. dir. comm., 1912, II, 945 ss., con note di M. D'AMELIO e G.P. CHIRONI, *La responsabilità degli amministratori di società anonime e l'azione individuale dei soci*, rappresenta dunque l'antecedente storico della previsione della responsabilità degli amministratori nei confronti dei soci e terzi per il danno che i primi abbiano direttamente cagionato ai secondi, introdotta dal legislatore del 1942 con l'art. 2395 c.c. In tale sede, la corte romana aveva, tra l'altro, espressamente riconosciuto la natura extracontrattuale della responsabilità in parola. In argomento anche G. FERRARINI, *La responsabilità da prospetto. Informazione societaria e tutela degli investitori*, Milano, 1986, 150 ss.; U. CARNEVALI, *La responsabilità civile degli amministratori per danno ai risparmiatori*, in *Contr. e impr.*, 1988, 84 ss.

profondamente diverse tra loro, ciascuno di tali soggetti ha accesso a un bagaglio di informazioni (pubbliche e non) che vengono poi trasmesse al pubblico indistinto ovvero che vengono rielaborate al fine di fornire al mercato “informazioni di secondo grado”, nella forma di giudizi, opinioni e pareri professionali.

Ulteriore tratto comune alle predette attività è, poi, l’essere svolte in esecuzione di un rapporto contrattuale che, tuttavia, di regola non lega direttamente il soggetto professionale con il fruitore ultimo dell’informazione⁶².

Ebbene, con riferimento alla diffusione di tali tipologie di informazioni al mercato e all’attività dei soggetti ai quali esse sono riferibili, ci si è chiesti, laddove non esistesse una disciplina speciale della responsabilità della figura professionale in questione, se, appunto, una qualche forma di responsabilità dovesse comunque ammettersi e, in ogni caso, se la responsabilità – legislativamente prevista o discendente dalle regole generali in materia di responsabilità civile – dovesse essere qualificata come contrattuale o extra-contrattuale.

Nonostante l’assenza di un rapporto contrattuale tra il professionista e l’investitore, o, comunque, il fatto che il rapporto negoziale eventualmente instaurato non abbia principalmente ad oggetto la fornitura di informazioni, si assiste sovente – e specialmente con riferimento alla figura degli intermediari finanziari bancari – all’instaurazione di un rapporto o di un contatto diretto tra professionista e terzo/cliente, sulla base del quale viene diffusa l’informazione (inesatta o fuorviante). Pertanto, nonostante la mancanza di un vincolo contrattuale, è innegabile che si possa instaurare, sia pure in forma indiretta, tra professionista e terzo un rapporto, che, per caratteristiche, ben può apparire un *tertium genus* tra rapporto contrattuale, il cui inadempimento è disciplinato dall’art. 1218

⁶² La prestazione cui è contrattualmente obbligato l’intermediario è, infatti, inquadrabile nell’ambito dei servizi di investimento (quali, ad esempio, i servizi di consulenza e di gestione di portafoglio), mentre gli obblighi informativi gravanti sul medesimo, e disciplinati da disposizioni contenute in una pluralità di fonti normative, come la direttiva MiFID (dir. 2004/39/CE) e il d.lgs. n. 164/2007 emanato in sua attuazione, hanno principalmente lo scopo, da un lato, di consentire all’intermediario di calibrare l’investimento proposto sulle caratteristiche personali del cliente e, dall’altro, di dischiudere a quest’ultimo le caratteristiche e i rischi del servizio prestato. In argomento si veda G. FACCI, *Il danno da informazione finanziaria inesatta*, Bologna, 2009, 23 ss.

c.c., e estraneità tra danneggiante e danneggiato, dalla quale viene solitamente fatta discendere la responsabilità aquiliana *ex art. 2043 c.c.* Da qui l'acceso dibattito circa la natura contrattuale o extracontrattuale della responsabilità in cui incorrono le figure professionali ricordate – revisori, analisti finanziari ecc. – qualora forniscano con dolo o colpa informazioni finanziarie inesatte.

In origine si tendeva a negare ogni responsabilità in capo a colui che avesse comunicato ad altri, senza dolo e al di fuori di un rapporto contrattuale avente ad oggetto lo scambio di informazioni, un'informazione falsa, errata o fuorviante⁶³.

La riflessione dottrinale che ne è conseguita ha ricondotto la responsabilità da diffusione di informazioni inesatte a quattro tesi principali. Sul presupposto che ci si muovesse su un terreno di confine incerto tra “contratto e torto”⁶⁴, si è fatto ricorso alla figura del contratto con effetti protettivi nei confronti dei terzi (*Vertrag mit Schutzwirkung für Dritte*)⁶⁵, e, valorizzando, comunque, il particolare rapporto tra il

⁶³ Tuttavia, occorre distinguere tra diffusione di informazioni inesatte che genera responsabilità e diffusione di informazioni inesatte che invece non determina l'insorgere della responsabilità. In particolare, secondo F.D. BUSNELLI, *Itinerari europei nella «terra di nessuno tra contratto e fatto illecito»: la responsabilità da informazioni inesatte*, cit., 554, occorrerebbe distinguere tra «informazione come consiglio amichevole», «informazione come “servizio”» e «informazione come (elemento confluyente in un) “prodotto”». Nella prima ipotesi, ossia quella in cui l'informazione assume le vesti del consiglio amichevole, non potrebbe ritenersi mai integrato il requisito dell'ingiustizia del danno di cui all'art. 2043 c.c., ad eccezione dei casi di dolo di colui che diffonde l'informazione, e, pertanto, dovrebbe essere negato ogni risarcimento. Viceversa, quando l'informazione confluisce in un prodotto, non potrebbe negarsi la responsabilità di chi diffonde l'informazione. I casi problematici – tra i quali sembra rientrare la diffusione di informazioni inesatte da parte dell'agenzia di *rating* – sono, dunque, riconducibili alla seconda ipotesi, in cui la diffusione di informazioni a terzi si presenta come oggetto di un «servizio».

⁶⁴ In tal senso, come si evince già dal titolo del contributo, F.D. BUSNELLI, *Itinerari europei nella «terra di nessuno tra contratto e fatto illecito»: la responsabilità da informazioni inesatte*, cit., 539 ss.

⁶⁵ Diffusamente sul tema si veda M. MAGGIOLO, *Effetti contrattuali a protezione del terzo*, in *Riv. dir. civ.*, 2001, I, 39 ss. La teorizzazione della figura del contratto con effetti protettivi nei confronti dei terzi (*Vertrag mit Schutzwirkung für Dritte*) si deve alla riflessione giuridica tedesca sviluppatasi a partire dagli anni '50 circa del secolo scorso (nonostante la sua origine venga generalmente ravvisata nel caso *Gasuhrfall* del 1930, o da alcuni, ancora prima). La figura è ormai tradizionale nell'ordinamento tedesco, e seppure non sia andata esente da critiche, è stata a più

professionista e un soggetto, diverso dal terzo beneficiario dell'informazione, si è richiamata la figura dei rapporti contrattuali di fatto (*faktische Vertragsverhältnisse*), nel tentativo di estendere alla responsabilità del professionista nei confronti dei terzi la disciplina in materia di inadempimento dell'obbligazione⁶⁶. Se entrambi i filoni presentavano notevoli criticità, gli orientamenti più convincenti gli inquadramenti dogmatici più convincenti elaborati finora in materia di diffusione di informazioni inesatte a terzi rimangono, pertanto, gli altri due: la tesi dell'obbligazione senza prestazione, il cui inadempimento sarebbe fonte di responsabilità contrattuale, e la tesi della responsabilità extracontrattuale (per lesione della libertà negoziale del terzo), ai sensi dell'art. 2043 c.c.⁶⁷

riprese elaborata, affermata e riconosciuta da giurisprudenza e dottrina. Nata con riferimento alle esigenze di tutela della persona e dei beni di soggetti terzi rispetto a un contratto, per l'eventualità che questi avessero subito un danno in ragione della condotta del debitore, la figura del contratto con effetti protettivi nei confronti dei terzi è andata progressivamente ampliandosi fino a ricomprendere anche ipotesi in cui il danno lamentato dal terzo fosse qualificabile come danno meramente patrimoniale. L'idea alla base della riflessione dottrinale richiamata sta, dunque, nel fatto che, nei casi in cui il terzo si trova in una posizione in qualche modo connessa a quella del creditore di una particolare obbligazione contrattuale, egli ha diritto alla medesima protezione di cui gode il creditore. In particolare, «*la tutela del terzo dovrebbe dunque seguire gli stessi principi, vale a dire che il debitore sarebbe responsabile anche nei confronti del terzo, per i danni da esso subiti, secondo le regole della responsabilità contrattuale*» (ivi, 40).

⁶⁶ La teoria dei rapporti contrattuali di fatto è stata elaborata, per la prima volta da Günter Haupt, nello studio *Über faktische Vertragsverhältnisse*, del 1941 (ora disponibile in traduzione italiana, G. HAUPT, *Sui rapporti contrattuali di fatto*, edizione italiana di G. Varanese, Torino, 2012), e prende le mosse dalla considerazione che nella quotidianità accade sovente di ricevere o eseguire prestazioni senza scegliere la controparte contrattuale o senza determinare il contenuto del contratto e, pertanto, senza che sia ravvisabile un vero e proprio accordo contrattuale. In altre parole, ai fini della sussistenza di un rapporto di natura contrattuale propriamente inteso non sarebbe sempre richiesta la conclusione del contratto ai sensi delle disposizioni del codice civile: sarebbe possibile la sua costituzione in via di fatto, senza dover ricorrere alla figura della conclusione tacita di un contratto che, in alcune ipotesi, dato il suo evidente carattere fittizio, risulterebbe insoddisfacente.

⁶⁷ Tra i sostenitori della natura extracontrattuale della responsabilità da diffusione di informazioni inesatte si ricordano F.D. BUSNELLI, *Itinerari europei nella «terra di nessuno tra contratto e fatto illecito»: la responsabilità da informazioni inesatte*, cit., 539 ss. (spec. 558 ss.). Secondo questa tesi, l'affidamento, lungi dall'essere espressione di un particolare «contatto» tra professionista e terzo, che impedirebbe di

Dal quadro così riassunto può trarsi la prevalenza dell'interesse dell'investitore a non essere sviato nell'assunzione delle proprie scelte d'investimento: il legislatore e la giurisprudenza italiani tutelano coloro che, investendo sul mercato dei capitali, o comunque in progetti imprenditoriali, si affidano alle informazioni fornite da soggetti professionali o esperti (quali i revisori, la banca, società emittenti gli strumenti finanziari, intermediari informativi, la società capogruppo rispetto alle controllate, ecc.), con prevalenza rispetto all'interesse di tali soggetti professionali alla libera esplicazione della propria attività imprenditoriale. Inoltre, dalla previsione di numerose disposizioni in materia di poteri della Consob (art. 91 T.U.F.), di comunicazioni al mercato e di trasparenza in relazione agli assetti proprietari e alle operazioni di sollecitazione del pubblico risparmio, e, in particolare, dalla previsione dei reati di *insider trading* e manipolazione del mercato (artt. 184 e 185 TUF), emerge un ulteriore interesse – questa volta anche di natura pubblicistica – al buon funzionamento del mercato, alla corretta formazione dei prezzi e al corretto andamento delle negoziazioni che hanno luogo sul medesimo Tale interesse, tuttavia, non rileva solamente nella sua dimensione pubblicistica, proprio in ragione del fatto che è in un mercato trasparente e ben funzionante che gli investitori possono compiere scelte di investimento e disinvestimento consapevoli.

Ebbene, la necessaria “professionalità” del soggetto da cui deriva l'informazione trasmessa – che giustificherebbe anche un giudizio di responsabilità, declinato nelle forme analizzate più sopra – non sembra riscontrabile nel caso di opinioni diffuse da soggetti non qualificati attraverso *social network* o altri mezzi di divulgazione digitale.

Senza contare che, in tale dibattito, si inserisce la più recente riflessione della dottrina giuridica italiana in materia di risarcibilità del

fare ricorso ai dettami della responsabilità extracontrattuale, è elemento fondamentale nella dinamica di produzione del danno. Sarebbe proprio l'affidamento riposto dal terzo nell'informazione diffusa dal professionista a spingere il primo alla conclusione di un determinato contratto – nel nostro caso, di investimento – che altrimenti non avrebbe concluso ovvero, ma si tratta di ipotesi meno frequenti, a determinare il terzo a non concludere un contratto che altrimenti egli avrebbe invece concluso. L'ingiustizia del danno, nelle ipotesi in cui manchi un'espressa previsione legislativa circa la risarcibilità del pregiudizio in parola, sarebbe dunque ravvisabile nella lesione della libertà contrattuale del terzo, libertà positiva nel primo caso e negativa nel secondo.

danno da *rating*, ora espressamente sancita dall'art. 35-*bis*, come introdotto dal Regolamento UE n. 462/2013, che legittima l'emittente e gli investitori a chiedere giudizialmente il ristoro dei danni subiti a seguito della diffusione di un *rating* errato sul mercato, accantonando la pretesa riconducibilità dell'attività di *rating* al rango di attività protetta dalla libertà di stampa e dalla libertà di pensiero⁶⁸. Anche in tal caso, un'indagine degli arresti giurisprudenziali in materia consente di evidenziare come, nella pratica, le decisioni nelle quali sia stata riconosciuta la responsabilità civile delle agenzie di *rating* nei confronti del mercato siano numericamente non rilevanti⁶⁹, in ragione delle difficoltà nel dimostrare in giudizio, da parte dei danneggiati, la sussistenza di un nesso di causalità tra l'informazione diffusa al mercato e il compimento dell'azione di investimento da parte di costoro. Se tale difficoltà è stata riscontrata nel caso di un soggetto *lato sensu* qualificato come le agenzie di *rating*, non si vede come possa intravedersi un'inversione di tendenza da parte della giurisprudenza e un criterio di valutazione più stringente per le condotte poste in essere da *influencer* che veicolano informazioni su mezzi digitali non rivolti ad una clientela "professionale".

⁶⁸ Al riguardo si v. P. MONTALENTI, *Le agenzie di rating: appunti*, in *Giur. comm.*, 2013, I, 512, e, più di recente, in AA.Vv., *Le agenzie di rating*, a cura di A. PRENCIPE, Milano, 2014, 389, che ritiene «superata – o quantomeno confinata nell'angolo delle opinioni minoritarie – la tesi secondo cui l'attività delle agenzie di *rating* deve essere ascritta al diritto fondamentale di libertà di pensiero».

⁶⁹ Si rimanda a L. DI DONNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating. Mercato finanziario, allocazione dei rischi e tutela dell'investitore*, Torino, 2012; A. SACCO GINEVRI, *Le società di rating nel regolamento CE n. 1060/2009*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2010, 294 ss.; A. DAVOLA, *La responsabilità civile delle agenzie di Credit Rating: giurisprudenza italiana e prospettive di evoluzione dopo il Regolamento 462/2013*, in M. GAGLIARDI (a cura di), *Diritto privato dei mercati finanziari. Profili di qualificazione e di responsabilità*, Pacini, 2017.

6. È, quindi, possibile estendere l'attività di vigilanza ai fin-Tokers e ai social media? Spunti di ricostruzione e soluzioni applicative.

6.1. DSA, codici di condotta, trusted-flaggers e meccanismi di risoluzione alternativa delle controversie.

È possibile fin d'ora tracciare delle conclusioni provvisorie, che consentono, però, di fare un passo in avanti.

È un dato di fatto che il quadro normativo di diritto positivo disegnato per contrastare possibili condotte integranti una manipolazione informativa del mercato appaiono lacunose in presenza di soggetti estranei, in linea di principio, al perimetro di applicazione della normativa e non destinatari degli oneri di diligenza nei confronti degli investitori (come avviene, ad esempio, nel caso degli intermediari).

Volgendo lo sguardo al di fuori del “recinto” del diritto dei mercati finanziari, costituisce una novità di sicuro interesse il nuovo “pacchetto” di interventi regolamentari approvati dall'Unione al fine di rendere più efficiente il controllo esercitato dalle piattaforme sui contenuti digitali pubblicati dagli utenti. In particolare, è meritevole di attenzione, ai fini della nostra analisi, il *Digital Services Act* (“DSA”)⁷⁰, che ridefinisce il quadro delle responsabilità e degli obblighi per i prestatori di servizi di intermediazione online – siano essi fornitori di servizi di mero trasporto (*mere conduit*), che di memorizzazione temporanea (*caching*), ovvero di *hosting* – e, tra questi, le piattaforme digitali, compresi i *social media*⁷¹.

Il progetto del DSA, come noto, differenzia le sue prescrizioni sulla base della “dimensione” dei destinatari. Si distinguono, dunque, norme di applicazione generale, norme che si applicano alle «piattaforme online» (escludendo le micro-imprese e le piccole imprese) e, infine, norme che si applicano alle sole «piattaforme online di grandi

⁷⁰ Proposta di Regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio del 15 dicembre 2020 relativo a un mercato unico dei servizi digitali (legge sui servizi digitali) e che modifica la direttiva 2000/31/CE, COM(2020) 825 final. Il DSA è stato pubblicato nella Gazzetta Ufficiale dell'UE nell'ottobre 2022, e troverà piena applicazione a partire dal gennaio 2024.

⁷¹ Art. 3 DSA rispetto alla Direttiva 2000/31/CE sul commercio elettronico (v. *infra* nota 97).

dimensioni» (le c.d. Very Large Online Platforms (Vlops), vale a dire quelle piattaforme che prestano i loro servizi ad un numero medio mensile di destinatari attivi del servizio nell'Unione pari o superiore a quarantacinque milioni.

In questa complessa architettura normativa, il DSA innesta un importante sistema di co-regolazione.

Innanzitutto, il regolamento non prende in considerazione soltanto i «codici di condotta» (artt. 45 e 46), ma significativamente affianca ad essi anche altre misure di *soft regulation* (per utilizzare la nomenclatura illustrata nel Toolbox della Better regulation); alcune già note, come le «norme volontarie» stabilite dai «competenti organismi di normazione europei e internazionali» (art. 44); altre innovative, quali i «protocolli di crisi» (art. 48), una nuova fonte, dalla non agevole qualificazione, prevista per affrontare circostanze straordinarie che incidono sulla sicurezza o salute pubblica⁷². La redazione di tali protocolli costituenti atti di co-regolazione «atipici»⁷³ è avviata dalla Commissione e prevede il coinvolgimento, nella fase di elaborazione, sperimentazione ed applicazione, delle Vlops nonché, laddove necessario, delle organizzazioni della società civile.

⁷² Il Considerando n. 91 DSA si esprime nei seguenti termini: «In tempi di crisi, potrebbe essere necessario adottare con urgenza determinate misure specifiche da parte dei fornitori di piattaforme online di dimensioni molto grandi, oltre alle misure che adotterebbero in considerazione degli altri obblighi che incombono loro a norma del presente regolamento. A tale riguardo, si dovrebbe considerare che si verifichi una crisi quando si verificano circostanze eccezionali che possano comportare una minaccia grave per la sicurezza pubblica o la salute pubblica nell'Unione o in parti significative della stessa. Tali crisi potrebbero derivare da conflitti armati o atti di terrorismo, compresi conflitti o atti di terrorismo emergenti, catastrofi naturali quali terremoti e uragani, nonché pandemie e altre gravi minacce per la salute pubblica a carattere transfrontaliero. La Commissione dovrebbe poter chiedere ai prestatori di piattaforme online di dimensioni molto grandi e ai prestatori di motori di ricerca online di dimensioni molto grandi, su raccomandazione del comitato europeo per i servizi digitali («comitato»), di avviare con urgenza una risposta alle crisi. Le misure che tali prestatori possono individuare e considerare di applicare possono includere, ad esempio, l'adeguamento dei processi di moderazione dei contenuti e l'aumento delle risorse destinate alla moderazione dei contenuti, l'adeguamento delle condizioni generali, i sistemi algoritmici e i sistemi pubblicitari pertinenti, l'ulteriore intensificazione della cooperazione con i segnalatori attendibili, l'adozione di misure di sensibilizzazione, la promozione di informazioni affidabili e l'adeguamento della progettazione delle loro interfacce online».

⁷³ Si vedano i Considerando 99 e 108, nonché l'48 del DSA.

Venendo, poi, al modello “ordinario” di co-regolazione previsto nel DSA, sia consentita una osservazione preliminare: rispetto ai modelli oggi vigenti, la «cooperazione normativa» nel DSA appare non più soltanto come una tra le possibili opzioni regolative da impiegare, quanto una prassi esistente da razionalizzare.

A differenza della disciplina *ante litteram* della prima Direttiva Privacy degli anni Novanta, oggi l'utilizzo degli strumenti di *soft regulation* è un dato acquisito⁷⁴ (basti pensare alle norme europee di standardizzazione o ai sistemi di certificazione tecnica all'interno del New Legislative Framework)⁷⁵.

Il fenomeno, poi, nei tempi più recenti è divenuto particolarmente rilevante quando ad adottare sistemi di *self-regulation* sono state grandi piattaforme *online*⁷⁶.

Nelle intenzioni del DSA vi è, quindi, la volontà di stabilire una procedura che possa offrire una base legale solida e affidabile ad iniziative attualmente esistenti a livello dell'Unione, sebbene su base puramente volontaria (dunque, tecnicamente, forme di mera «auto-regolazione»).

E due sono gli esempi di codici di condotta (già esistenti) che vengono espressamente richiamati: il «codice di condotta contro le forme illegali di incitamento all'odio online»⁷⁷ e il «codice “rinforzato”

⁷⁴ Con riferimento ai codici di condotta, si veda, ad esempio, la Direttiva 2000/31/CE sul commercio elettronico (v. *infra* nota 97) e il Regolamento (UE) 2019/1150 (“Regolamento P2B”).

⁷⁵ La legislazione del c.d. New Legislative Framework riguarda l'accreditamento, la vigilanza e la commercializzazione di prodotti come macchine, dispositivi medici, giocattoli, ecc., e si compone attualmente del regolamento CE n. 765/2008, della decisione n. 768/2008; Regolamento UE n. 1020/2019.

⁷⁶ In tema di regolamentazione delle piattaforme digitali, si rimanda, per tutti, a M. BASSINI, *Internet e libertà di espressione. Prospettive costituzionali e sovranazionali*, Roma, 2019, 31 ss.

⁷⁷ Nel maggio 2016, per prevenire e contrastare la diffusione dell'incitamento all'odio illegale online, la Commissione ha concordato con Facebook, Microsoft, Twitter e YouTube un «Codice di condotta per contrastare l'incitamento all'odio illegale online». Nel corso del 2018 Instagram, Snapchat e Dailymotion hanno aderito al Code of Conduct; Jeuxvideo.com nel gennaio 2019; TikTok nel 2020 e LinkedIn nel 2021. A maggio e giugno 2022, hanno infine aderito rispettivamente, Rakuten, Viber e Twitch. Si veda anche Considerando 62 del DSA.

di buone pratiche sulla disinformazione»⁷⁸, nuova versione del «pioneristico» primo Codice di buone pratiche sulla disinformazione del 2018⁷⁹.

Tale nuovo modello di co-regolazione, che si concretizza in un incoraggiamento verso l'elaborazione di codici di condotta⁸⁰, in uno con le tradizionali disposizioni in tema di *notice and action* introdotte agli artt. 14 del DSA e con le procedure di *notice and e notice and stay down take down* dei contenuti “illegali” di cui agli art. 17 della Direttiva Copyright⁸¹, possono certamente rappresentare una novità di rilievo in vista di un successivo “riadattamento” alla tutela nei confronti degli investitori *online*.

Non solo: “setacciando” il testo del DSA, possono tornare utili ed essere valorizzate le disposizioni in tema di *trusted flaggers* (o, nella traduzione italiana del DSA, “segnalatori attendibili”), vale a dire quei soggetti terzi che si avvalgono degli strumenti messi a disposizione dai prestatori di servizi *online* per segnalare i contenuti che, a loro avviso, devono essere sottoposti a moderazione o rimozione⁸².

La qualifica di segnalatore attendibile viene riconosciuta dal coordinatore dei servizi digitali di ciascun Stato membro, su richiesta

⁷⁸ The Strengthened Code of Practice on Disinformation 2022, disponibile al seguente link: digital-strategy.ec.europa.eu/en/library/2022-strengthened-code-practice-disinformation.

⁷⁹ Code of Practice on Disinformation 2018, in digital-strategy.ec.europa.eu/en/library/2018-code-practice-disinformation.

⁸⁰ Anche con riferimento alla funzione di «controllo», il modello di co-regolazione del DSA si pone in maniera diversa. A differenza del modello GDPR, non è previsto un controllo obbligatorio sui codici di condotta. Ciononostante, l'art. 45 attribuisce espressamente alla Commissione ed al Comitato, oltre al ruolo di promozione, la funzione di garantire il rispetto dei principi riguardanti le finalità ed il contenuto dei codici stessi, nonché la loro concreta applicazione. Si preferisce, quindi, ad un controllo formale centrato sui requisiti «soggettivi», un controllo sostanziale sui requisiti «oggettivi» della normativa proposta. Nel progetto di DSA, infine, non vi è cenno alle funzioni di «pubblicità» ovvero di «recepimento». In compenso, al Comitato (e non alla Commissione) è affidata una specifica funzione di monitoraggio ex-post sul conseguimento degli obiettivi dei codici e di pubblicazione dei risultati.

⁸¹ Direttiva (UE) 2019/790 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 17 aprile 2019, sul diritto d'autore e sui diritti connessi nel mercato unico digitale e che modifica le direttive 96/9/CE e 2001/29/CE.

⁸² Cfr. art. 22 del DSA. Si veda, su questo, A. DAVOLA, M. MONTI, *Disinformazione e Manipolazione del mercato*, in *Federalismi.it*, 2023, IX, 59 ss.

degli enti «*che [abbiano] dimostrato, tra l'altro, di disporre di capacità e competenze particolari nella lotta ai contenuti illegali e di svolgere le propria attività in modo diligente, accurato e obiettivo*»⁸³. La scelta di individuare nelle piattaforme *online* i destinatari di tali obblighi è coerente con il dibattito che si è sviluppato in tema di *hate speech* e con le caratteristiche intrinseche di tali piattaforme, veri e propri “luoghi pubblici” virtuali, che, in quanto tali, hanno la responsabilità di dotarsi di sistemi che permettano di rimuovere velocemente quei contenuti che danneggiano l'intera comunità virtuale.

Ugualmente duttili nell'operare il bilanciamento dell'interesse individuale alla libertà di espressione e quello della tutela del mercato e della fiducia degli investitori potrebbero essere i meccanismi di Online Dispute Resolution (“ODR”) e di contestazione della decisione di rimozione (ovvero di non rimozione di un contenuto), che troverebbero la loro legittimazione operativa nell'obbligo di istituzione di *certified out-of-court dispute settlement body*, sempre disciplinato dal DSA⁸⁴.

Non sfugge che, però, si tratta di soluzioni provvisorie e di mere ipotesi di lavoro rispetto a un obiettivo (che rimane) ambizioso, quello

⁸³ Considerando 61 del DSA. Il medesimo Considerando menziona quale esempio di segnalatori attendibili l'Europol – soggetto di natura pubblica – e INHOPE – rete globale di linee di emergenza – i quali hanno dimostrato nel corso degli anni di svolgere in maniera affidabile e accurata la propria attività di monitoraggio del *web* per la rimozione di contenuti, rispettivamente, terroristici e pedopornografici

⁸⁴ Cfr. art. 21 del DSA. Secondo il Considerando 59 del DSA, «[è] inoltre opportuno prevedere la possibilità di impegnarsi, in buona fede, al fine di una risoluzione extragiudiziale di tali controversie, comprese quelle che non è stato possibile risolvere in modo soddisfacente mediante i sistemi interni di gestione dei reclami, da parte di organismi certificati che possiedano l'indipendenza, i mezzi e le competenze necessarie per esercitare le loro attività in modo equo, rapido ed efficace sotto il profilo dei costi. L'indipendenza degli organismi di risoluzione extragiudiziale delle controversie dovrebbe essere garantita anche a livello delle persone fisiche incaricate della risoluzione delle controversie, anche attraverso norme in materia di conflitto di interessi. I diritti applicati dagli organismi di risoluzione extragiudiziale delle controversie dovrebbero essere ragionevoli, accessibili, attraenti, poco onerosi per i consumatori e proporzionati, nonché valutati caso per caso. Se un organismo di risoluzione extragiudiziale delle controversie è certificato dal coordinatore dei servizi digitali competente, tale certificazione dovrebbe essere valida in tutti gli Stati membri».

dell'equilibrata moderazione dei *financial content* diffusi tramite mezzi digitali.

Solo per citare alcune delle criticità riscontrabili, il DSA, ad esempio, non si pronuncia sul tema – già “arato” dalla dottrina con riferimento alle ADR (*Alternative Dispute Resolution*) “tradizionali”⁸⁵ – della vincolatività delle decisioni rese dal sistema di risoluzione, nonché sui meccanismi di coordinamento con altri strumenti che il DSA prevede ai fini del controllo sui contenuti presenti sulle (o rimosse dalle) piattaforme (i.e., sistema di reclamo interno e tutela giurisdizionale)⁸⁶. Inoltre, i sistemi ADR in Europa “scontano” il peccato dell'eccessiva frammentazione in termini di disciplina, caratteristiche, poteri istruttori/decisori e, soprattutto, l'insufficiente livello di consapevolezza in capo ai consumatori in merito alle potenzialità e i vantaggi (in termini di costi e tempi) derivanti dal ricorso a tali strumenti di risoluzione stragiudiziale delle controversie. A ciò si deve aggiungere che, anche ricorrendo a sistemi di ADR, rimane di difficile quantificazione l'ammontare del danno effettivo che un contenuto *online* possa aver arrecato in termini di impatto sul mercato finanziario, tenuto conto dell'oggettiva difficoltà di discernere quest'ultima casistica dalla fattispecie dell'*enriched commercial speech*, dal discorso puramente economico e dal discorso politico⁸⁷.

In conclusione, il ricorso a modelli di risoluzione extra-giudiziale delle controversie rimane sì una suggestione, ma di sicuro interesse e certamente “futuribile”, specialmente nell'ottica di una potenziale istituzione, a livello europeo, di una serie di organismi di ODR deputati alla risoluzione del contenzioso in materia di gestione dei contenuti *online* ad opera delle piattaforme digitali, che possano mutare le caratteristiche “istituzionali” e procedurali dai modelli di ADR presenti nel settore bancario e finanziario e che possano temperare

⁸⁵ Si veda V. MIRRA, *Il Financial Ombudsman Service e gli altri rimedi stragiudiziali per le controversie europee in materia di intermediazione finanziaria: alcuni segnali di maturità del sistema*, in *Riv. Arb.*, 2019, IV, 827 ss.; A. MERONE, *Online Dispute Resolution, intermediari digitali e il nuovo paradigma della composizione preventiva e self-executing*, in *Riv. Arb.*, 2022, I, 269 ss.; P. SIRENA, *I sistemi di ADR nel settore bancario e finanziario*, in *La nuova giur. civ. comm.*, 2018, IX, 1373 ss.

⁸⁶ Si veda art. 20 del DSA.

⁸⁷ Cfr. A. DAVOLA, M. MONTI, *op. cit.*, 62 ss.

le diverse istanze di tutela della libertà di espressione, protezione del consumatore, e disciplina della manipolazione informativa del mercato⁸⁸.

6.2. Ancora sugli abusi di mercato e sulla criptica figura dell'“esperto”.

Muovendoci, invece, all'interno del perimetro della normativa in materia di mercati finanziari, si è ipotizzato di far ricorso al meccanismo di prevenzione dei tentativi di abusi di mercato previsto dall'art. 16, comma 2 della MAR in capo a chiunque predisponga o esegua a titolo professionale operazioni finanziarie. Tale disposizione si risolve in un obbligo di segnalazione all'autorità competente delle attività sospette che potrebbero costituire manipolazioni di mercato gravi e dolosamente preordinate. Ebbene, tale obbligazione – il cui ambito di applicazione soggettivo è limitato ai gestori e le imprese di gestione di sedi di negoziazione – potrebbe essere estesa ai gestori di piattaforme digitali e ai gestori di *social network* nel momento in cui circolino informazioni suscettibili di incidere sulla stabilità del mercato finanziario⁸⁹. Tutto ciò tenendo fermo il divieto di imporre obblighi generali di sorveglianza, già previsto dalla Direttiva 2000/31/CE sul

⁸⁸ Tra le altre, va segnalata l'esperienza del Financial Ombudsman Service (“FOS”) inglese ovvero quella dell'Autorité des Marchés Financiers francese e, a tal proposito, si veda G. CARRIERO, *ABF e principali ADR in materia finanziaria: profili comparatistici*, in *Contr. e Impr.*, 2018, I, 35 ss.; D. BEVILACQUA, *Le riforme della vigilanza finanziaria in una prospettiva comparatistica*, in *Giornale dir. amm.*, 2005, II, 20 ss.; G. BOCCUZZI (a cura di), *I sistemi alternativi di risoluzione delle controversie nel settore bancario e finanziario: un'analisi comparata*, in *Quaderni di ricerca giuridica della consulenza legale della Banca d'Italia*, n. 68, 2010. Sebbene meno risalente, è ugualmente significativa l'esperienza maturata nel nostro Paese a seguito dell'istituzione dell'Arbitro Bancario e Finanziario e dell'Arbitro per le Controversie Finanziarie attraverso la legge di tutela del risparmio: per un'analisi del ruolo dei due organi, v. R. LENER, *L'Arbitro per le Controversie Finanziarie presso la Consob: genesi, struttura e funzione. Differenze rispetto al modello dell'ABF*, in *Aa.Vv.*, *Le controversie bancarie e finanziarie*, in *Trattato di diritto dell'arbitrato*, diretto da D. Mantucci, vol. XV, Napoli, 2019, 281 ss. Con riferimento ai modelli extra-europei, utile può risultare un riferimento a A. ANTONUCCI, *The Mandatory ADR in the Financial Services*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2011, IV, 284 ss.

⁸⁹ Si veda ancora A. DAVOLA, M. MONTI, *op. cit.*, 60 ss.

commercio elettronico⁹⁰ e confermato all'art. 7 del DSA, che è in sé cruciale per ottenere il giusto equilibrio, da un canto, tra i diritti fondamentali da tutelare anche nel mondo online, la libertà di espressione e la libertà di ricevere informazioni degli utenti e, dall'altro, la libertà di impresa (che non deve essere compressa da oneri eccessivi per i prestatori di servizi).

La regolazione può giungere in soccorso anche rovesciando la prospettiva. Muovendo, cioè, da una serie di obblighi di condotta, già tratteggiati nella stessa MAR, nelle raccomandazioni formulate dall'ESMA⁹¹ e, per quanto riguarda il diritto interno, nelle Linee Guida emanate dalla Consob in materia di mercati finanziari sui *social media*⁹² e astrattamente applicabili anche a soggetti operanti nell'ambiente digitale *online*, al di fuori di quelli tradizionalmente individuati dal T.U.F.

Ma procediamo con ordine. La Consob, nella Linee Guida, fa esplicito riferimento all'adempimento degli obblighi informativi previsti dalla MAR in ordine alla corretta presentazione e di comunicazione di informazioni che raccomandano o consigliano una strategia d'investimento e ne estende l'applicazione non soltanto i soggetti che professionalmente producono raccomandazioni di investimenti ma anche i c.d. "esperti", definiti come coloro che «*si presentano come dotati di esperienza o di competenza finanziaria, ovvero sono così percepiti dai partecipanti al mercato in relazione alle modalità di presentazione delle raccomandazioni da essi prodotte*»⁹³.

⁹⁰ Direttiva 2000/31/CE del Parlamento europeo e del Consiglio dell'8 giugno 2000 relativa a taluni aspetti giuridici dei servizi della società dell'informazione, in particolare il commercio elettronico, nel mercato interno («Direttiva sul commercio elettronico»), Gazzetta ufficiale n. L 178 del 17/07/2000 pag. 0001-0016.

⁹¹ Cfr. ESMA, Statement on Investment Recommendations on Social Media, 28 October 2021, ESMA70-154-2780.

⁹² Consob, Linee Guida, Raccomandazioni di investimento, N. 2/2017, ottobre 2017.

⁹³ Consob, Linee Guida, cit., §2.4.3, che rimandano all'art. 3, par. 1, punto 34(i) della MAR e all'art. 1(a) del Regolamento delegato (UE) 2016/958 della Commissione del 9 marzo 2016 che integra il Regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione sulle disposizioni tecniche per la corretta presentazione delle raccomandazioni in materia di investimenti o altre informazioni che raccomandano o consigliano una strategia di investimento e per la comunicazione di interessi particolari o la segnalazione di conflitti di interesse.

E, quindi, una risposta alternativa potrebbe discendere dall'utilizzo della categoria dell'esperto per perseguire la divulgazione di notizie false o fuorvianti da parte di soggetti che, "muovendosi" sulle piattaforme digitali e sui *social network*, siano in grado di convogliare un ampio seguito e, di conseguenza, e di "orientare" il mercato. Una ricostruzione, quest'ultima, che merita di essere vagliata, soprattutto se sostenuta da un'estensione del perimetro operativo delle autorità di vigilanza e dal consolidamento di un flusso informativo costante tra queste autorità e le piattaforme, che potrebbe, addirittura, prefigurare la possibilità di un ricorso allo strumentario del DSA e, ancor di più, richiedere la rimozione del contenuto attraverso il sistema di *notice and action*⁹⁴.

Non stupisce, dunque, che anche le Linee Guida menzionino il numero di *follower* tra i parametri identificativi della figura dell'esperto⁹⁵. E che si possa trarre ispirazione dalla disciplina dell'art. 187-ter T.U.F. approntata per i giornalisti che diffondono professionalmente informazioni qualificate per riconoscere, «*tenendo conto delle norme di autoregolamentazione proprie di detta professione*», una responsabilità qualificata a carico di soggetti "professionalmente" credibili presso il pubblico.

Com'è ovvio, si tratta di una soluzione "ambiziosa" che solleva non pochi dubbi e che, perciò, potrebbe apparire un *ballon d'essai* più che uno strumento praticabile, innanzitutto perché la locuzione "esperto" implica la necessaria presenza di una competenza specifica in materia di cui l'*influencer* difetta nel momento in cui veicola la propria opinione in merito a uno strumento finanziario (specialmente se neofita nel mercato della finanza e impreparato nella raccomandazione di investimenti)⁹⁶. Per quanto, come abbiamo già visto *supra*, l'elemento della cognizione tecnica non caratterizzi la definizione di *influencer*⁹⁷, la soluzione proposta potrebbe, se del caso, applicarsi solo ai c.d. *fin-fluencers* o ai c.d. "guru della web finance" e non a chiunque detenga un numero (pur) significativo di *follower*, perché la diffusione di informazioni da parte di questi ultimi, proprio in virtù della limitata visibilità di cui godono, non raggiungono quelle ideali "soglie di

⁹⁴ Cfr. art. 14 ss. del DSA.

⁹⁵ Consob, Linee Guida, cit., §2.4.4.

⁹⁶ Si rimanda a A. DAVOLA, M. MONTI, *op. cit.*, 60 ss.

⁹⁷ Si veda *supra* nota n. 28.

punibilità” (per mutuare tale locuzione dal linguaggio penalistico) che le renderebbe perseguibili dalle autorità di vigilanza. Un bilanciamento che, se, da un canto, appare rispettoso di un principio di libertà di espressione del *fin-influencer*, dall’altro, costituisce una resa rispetto al livello di imprecisioni e informazioni false e decettive che i *social network* possono diffondere. Al punto che ritorna prioritaria l’attività di informazione e di educazione condotta dalle autorità di settore⁹⁸.

7. Considerazioni conclusive

È tempo di arrivare alle conclusioni. Gli operatori del diritto, è vero, potrebbero esser tentati di “liquidare” i *social media* e le moderne modalità di comunicazione ed espressione in rete, come i *meme* e gli *hashtag*, come scarsamente rilevanti per il diritto finanziario. Questo contributo ha tentato di muoversi in direzione opposta e dimostrare come quest’approccio non colga nel segno.

Non si può non considerare il FinTok come un nuovo paradigma per i mercati finanziari, con ramificazioni significative per il diritto dei consumatori e per l’attività di supervisione. Mentre la letteratura precedente si è concentrata sulle implicazioni dottrinali relative al rapporto tra piattaforme *social* e i mercati finanziari (anche dal punto di vista consumeristico), questo saggio allarga la prospettiva per (tentare di) includere i *social media* come nuovo strumento metodologico per la regolamentazione e la supervisione finanziaria.

In particolare, si è sostenuto che le piattaforme di *social media* come TikTok offrono un terreno fertile per comprendere le esperienze e le attitudini dei consumatori, in particolare più giovani e i nativi digitali, e le norme sociali emergenti nei mercati digitali del credito. A sua volta, l’analisi qualitativa dei contenuti *social* può essere utilizzata dalle autorità di regolazione finanziaria come nuovo strumento per svolgere tre funzioni principali: la supervisione e l’attività di *enforcement* nei confronti dei soggetti destinatari della regolazione, nonché il monitoraggio più generale del mercato.

Si sostiene, invece, che le autorità di regolazione dovrebbero far leva sull’analisi e sul “tracciamento” dei contenuti dei *social media* per identificare i primi “segnali di allerta” per la tutela dei consumatori, in

⁹⁸ Si rimanda *supra* a nota n. 11 e *infra* a nota n. 108.

particolare nei mercati digitali meno maturi, e trattare questi indici come momento di innesco e “termometro” per l’avvio di ulteriori indagini. Che potrebbero culminare in interviste di *follow-up* con un sotto-campione di “FinTokers” e “fin-influencers”, facendo ricorso a tecniche di etnografia digitale sviluppate in altri campi e utilizzate in altri campi del diritto, come il diritto fallimentare e i mercati tradizionali del credito al consumo⁹⁹, oltre che esplorare, da parte dei regolatori, l’uso di metodologie più quantitative per l’analisi dei contenuti *social*.

Da ultimo, si è anche tentato di argomentare a favore della riconducibilità dell’attività dei *fin-influencers* che forniscano consigli finanziari decettivi e/o fuorvianti all’interno del travagliato cammino della riforma euro-unitaria del *market abuse* e della disciplina penalistica (e amministrativa) della manipolazione del mercato nel T.U.F. Soluzione che non ha suscitato particolare entusiasmo. Una delle maggiori criticità si è riscontrata con riguardo all’idoneità delle regole di responsabilità civile a fornire risposte alle problematiche connesse alla diffusione di informazioni inesatte, proprio in ragione della dualità tra soggetti informati e danneggiati. Due figure che, nel mercato finanziario, non sono perfettamente coincidenti. Se, infatti, i destinatari di un’informazione resa al mercato debbono genericamente identificarsi nella categoria degli investitori, unitamente e complessivamente considerata, viceversa dovranno considerarsi danneggiati soltanto coloro che abbiano posto un legittimo (e dimostrabile) affidamento sulla notizia fornita e, dunque, l’abbiano posta a fondamento della propria attività economica¹⁰⁰.

⁹⁹ Per una prima introduzione al tema dell’etnografia digitale, si veda R. KOZINETS, *Netnography: Redefined*, Sage Publications, 2015; S. PINK, H. HORST, J. POSTILL, L. HJORTH, T. LEWIS E J. TACCHI, *Digital Ethnography: Principles and Practice*, Sage Publications, 2015; R. ROGERS, *Metodi digitali. Fare ricerca sociale con il web*, Bologna, 2016.

¹⁰⁰ In tal senso, si è già evidenziato *supra* come la lesione degli interessi individuali degli investitori – necessaria a legittimarli alla pretesa risarcitoria – rilevarebbe, nel caso di informazione falsa ovvero inesatta indirizzata al sistema finanziario, esclusivamente in quanto mediata dal meccanismo di formazione del prezzo (fenomeno che, dunque, si realizza a livello impersonale sul mercato), il quale risulta alterato rispetto a quello che si sarebbe determinato ove il mercato fosse stato correttamente informato. Si tratta, invero, di un problema difficilmente superabile mediante il ricorso ai meccanismi di tutela attualmente presenti: non sorprende, di conseguenza, come da più parti sia emersa la proposta di introdurre a carico dei

Più suggestiva è parsa la possibilità di utilizzare il pacchetto sulla nuova *governance* digitale e, in particolare, il DSA, al fine di estendere le funzioni di vigilanza e supervisione anche ai *fin-influncers* e a coloro che dispensano consigli di natura finanziaria sul *web*. Ma, al fondo, tutte le soluzioni prospettate nel presente contributo saranno inefficaci in mancanza di una decisa presa di coscienza relativamente a due aspetti di scottante attualità e “attenzionati” dalle autorità di regolazione nel corso degli ultimi anni, specialmente alla luce della decentralizzazione e digitalizzazione dei processi finanziari: da un lato, la centralità dell’educazione finanziaria nello sviluppo di una generazione di utenti accorta ed in grado di valorizzare adeguatamente le proprie preferenze d’investimento¹⁰¹; dall’altra, l’importanza cruciale del ruolo rivestito dagli intermediari (e, più in generale, dai soggetti vigilati) quali “cerniera” tra l’investitore al dettaglio e il mercato nel suo complesso, necessari non solo in termini di supporto alla valutazione delle preferenze del cliente ma anche per minimizzare l’impatto proveniente da un’eventuale diffusione di informazioni inesatte ovvero fuorvianti sui canali della società digitale.

soggetti che diffondano informazioni false o fuorvianti nel mercato finanziario un regime di responsabilità oggettiva (declinato in vari modi a seconda della ricostruzione considerata), che prescindano dalla dimostrazione del nesso causale e dell’elemento soggettivo della condotta. Si veda ancora G. FERRARINI, *La responsabilità da prospetto. Informazione societaria e tutela degli investitori*, Milano, 1986, *passim*; G.B. PORTALE, *op. cit.*, 3 ss.;

¹⁰¹ Su questo, oltre ai contributi citati *supra*, si rimanda, più recentemente, a Report della Banca d’Italia datato 20 luglio 2023 “Indagini sull’alfabetizzazione finanziaria e le competenze di finanza digitale in Italia: adulti”, a cura di S. LAMBOGLIA, M. MARINUCCI, M. STACCHINI e P. VASSALLO.