

L'incitamento a negoziare in modo coeso e contrarian per mettere alle corde coloro che abbiano assunto posizioni ribassiste su un titolo allo scoperto e il fenomeno del *payment for order flow* ai broker sono compatibili con le regole di Mifid2?

Altolà di Consob ai giochi su GameStop

Luca Zitiello



Il 13 aprile scorso ha emanato una dichiarazione sui casi di anomala volatilità nella negoziazione di azioni e nell'utilizzo di social forum e piattaforme di trading online. Il riferimento è in particolare alla nota vicenda GameStop, titolo negoziato a Wall Street e caratterizzato da un significativo accumulo di posizioni corte (ribassiste *ndr*) nette e dall'azione concertata di alcuni investitori al dettaglio sulla base delle informazioni condivise sui social media. La vicenda ha sollevato una vasta eco e un serrato dibattito internazionale su cui era già intervenuta Esma il 17 febbraio con analogo *statement*. I valori di fondo che le Autorità di vigilanza, europea e nazionale, sono chiamate a tutelare sono la protezione degli investitori, la stabilità, la trasparenza e il corretto funzionamento dei mercati. La domanda che in via consequenziale ci si pone è se tali episodi potrebbero ripetersi e accadere nell'ambito dei mercati europei in ragione del diverso sistema normativo presente nel Vecchio Continente. La preoccupazione è più che legittima e la risposta da fornire non semplice. Sappiamo bene che la capacità creativa della finanza e la sua rapidità evolutiva hanno storicamente sempre messo in crisi il sistema regolamentare che, con fatica e inevitabile ritardo, appronta nuove regole e modifica le esistenti per disciplinare gli effetti distortivi creati dalle nuove fattispecie operative. Vanno però fatte le dovute differenze rispetto al sistema americano. Esistono in Europa normative che fronteggiano il fenomeno del cosiddetto shadow banking, l'assunzione della leva finanziaria e il monitoraggio degli strumenti che creano volatilità. Su questo basterebbe pensare alla disciplina fornita da Emir, quella della Sfrt sul margin trading, che si sostanzia nella possibilità per le autorità di intervento per vietare o limitare l'operatività allo scoperto oltre a quella sui requisiti prudenziali in tema di patrimonio di vigilanza degli intermediari abilitati. Degno di grande attenzione è il faro acceso da Consob sul ruolo dei social media e dei forum di investitori presenti in rete in termini di diffusione delle informazioni e della loro capacità di esercitare un effetto distortivo sui mercati, influenzando la volontà e il comportamento degli investitori. Ciò è ancor più vero se si pensa che vi è una tendenza diffusa a non considerare allo stesso modo i comportamenti che si tengono nella realtà virtuale rispetto a quelli condotti nel mondo reale, compiendo così clamorosi errori di sottovalutandone della loro gravità e pericolosità.

È esattamente il contrario: non solo nella realtà virtuale valgono evidentemente le stesse regole presenti in quella reale, ma proprio l'uso dei social e di internet più in generale hanno un potenziale offensivo estremamente più alto in ragione della capacità di interconnessione, di diffusione virale dei messaggi e di conseguente condizionamento dei comportamenti.

Lanciare una campagna sui social in cui si incitano gli investitori a organizzarsi invitandoli a negoziare in modo coeso e *contrarian* per mettere alle corde coloro che abbiano assunto posizioni ribassiste su un titolo allo scoperto (short squeeze) pone problemi di compatibilità con il corretto funzionamento dei mercati e con la normativa di riferimento sulla repressione dei fenomeni di abusi di mercato. Ciò si comprende ancora meglio se si pensa che il titolo stesso finisce per assumere quotazioni spropositate al rialzo, che però non trovano alcuna corrispondenza con il valore reale dell'emittente, creando un prezzo artificiale e mettendo a serio rischio coloro che, avendo comprato in coda, si troveranno ad affrontare una forte perdita, in ragione della rapida caduta della quotazione, una volta esaurita la spinta speculativa.

A ciò si abbina la problematica del comportamento di alcuni broker che non applicano commissioni di negoziazione al cliente finale, in ragione degli incentivi ricevuti dal direccionamento del flusso di ordini raccolti nei confronti di altri intermediari negozianti, dando così luogo al fenomeno del *payment for order flow*. Anche in questo caso la Consob opportunamente punta l'attenzione sulla compatibilità di tali condotte con le regole europee di Mifid2. Nel nostro sistema regolamentare sono infatti presenti il principio di best execution e quello della legittimità del pagamento di incentivi solo previo rispetto di requisiti che garantiscono la non contrarietà agli interessi del cliente e l'innalzamento della qualità del servizio. Questa vicenda dovrebbe insegnarci che si deve passare da GameStop allo stop gaming!

Non è sempre necessario creare nuove regole per gestire gli effetti distortivi di certi comportamenti. A volte è sufficiente fornire interpretazioni chiare che includano certe condotte nelle pratiche scorrette attualmente previste dalle normative di riferimento così come avverrebbe in caso di aggiornamento delle prassi operative contemplate nel regolamento Mad o di definizione dei casi di illegittima percezione degli *inducements*.