

GIURI | METRICA

RIVISTA DI DIRITTO, BANCA E FINANZA

ANNO 6
NUMERO 2
LUGLIO/DICEMBRE
2022

ISSN 2785-2547

Le scelte di investimento ai tempi della generazione Z tra influencers e social media

5. **SOMMARIO:** 1. Natura e modello di business delle piattaforme di *social media* – 1.1. L’affermazione del *social commerce* tra capacità di indirizzare le scelte degli utenti e di condizionare quelle degli operatori - 2. Fisionomia e caratteristiche della figura dell’*influencer* – 3. Il *fin-influencer* e la sua riconoscibilità come “fonte informativa” nel mercato – 4. La generazione Z tra *social media* e *fin-influencers*: i rischi per l’assunzione delle decisioni di investimento e per la stabilità dei mercati finanziari- 5. *I recenti interventi dell’ESMA e dell’ESAs*

1. *Natura e modello di business delle piattaforme di social media.*

I *social media* quale strumento di interazione e di comunicazione tra le persone hanno assunto negli ultimi anni un’importanza sempre maggiore incrementata anche dall’emergenza sanitaria generata dal Covid 19 che ha reso necessario ridurre le interazioni fisiche a favore di quelle virtuali. Proprio questa dinamica ha generato un maggiore utilizzo delle piattaforme di social media non più solo come “luogo” di incontro delle persone e di scambio di informazioni ma anche di pubblicizzazione di beni e servizi, compresi quelli finanziari, acquistabili anche senza abbandonare lo spazio *social*. In particolare il *social commerce*¹ appare uno sviluppo naturale nelle piattaforme organizzate secondo un modello di business diretto a realizzare ecosistemi. Infatti proprio questo modello consente un’espansione progressiva in un numero sempre più ampio di segmenti di mercato molto diversi tra di loro.

* Professore Associato di Diritto dell’Economia, Università degli Studi di Milano. Il testo rappresenta la rielaborazione dell’intervento “L’investimento ai tempi della generazione Z tra influencer e social media” tenuta al Convegno Il futuro finanziario della generazione Z. L’approccio agli investimenti nel dopo pandemia, tenutosi in data 22 marzo 2022 e organizzato nell’ambito della Gobar Money Week 2022 organizzata dall’OCSE. Il seminario è visibile nel canale youtube della Consob all’indirizzo <https://www.youtube.com/channel/UCR4KLLs3k1Ebog9nUQN443YA>.

¹ Sul fenomeno del social commerce e le sue peculiarità si vedano in particolare Y.C. YANG, *Community buyers’ affective reactions in social commerce: stimuli and response*, Joun. Econ. Busin., 2020 e Y. ZHANG, Y. KWARK, Y. WANG, D. SHIN, *Impact of Covid-19 crisis on social commerce: an empirical analysis of E-Commerce social activities during the pandemic*, September 2020, entrambi rep. su www.ssrn.com.

Per comprendere le caratteristiche di una piattaforma ecosistema² definito come tale anche dalla proposta del c.d. Digital Market Act (DMA)³ è utile sottolineare come si tratti di una struttura modulare e complessa imperniata su una piattaforma originatrice e sulla sua capacità di attrarre altri soggetti, i c.d. *complementors*⁴. Il collegamento tra la piattaforma e gli altri operatori è fondato su un intreccio di relazioni partecipative ed accordi contrattuali per lo sviluppo di un sistema *multi-actor* o *multi-product* in grado di garantire un'offerta di beni ed un'erogazione di servizi in molteplici e differenti segmenti di mercato e soprattutto funzionale alla creazione di valore⁵.

Nello specifico questa possibilità di espansione è determinata dalla capacità di sfruttare alcuni fattori fra i quali in primo luogo la raccolta e l'utilizzo dei dati dei consumatori, c.d. profilazione, che permette loro di personalizzare le offerte, anticipare i desideri e fidelizzare gli utenti⁶. Il valore di questi dati deriva proprio dalla capacità di combinarli per avere a disposizione un'analisi dettagliata di aspetti della personalità, del comportamento, degli interessi e delle abitudini di una persona. Molteplici sono le fonti utilizzate per raccogliere dati quali azioni

² Per una ricostruzione del termine che consenta di comprenderne l'utilizzo in questa sede si veda in particolare J. MOORE, *Predators and Prey: A New Ecology of Competition*, Harvard Business Review, 1993, p.75 ss.; J. WAREHAM, P. FOX, J.L. CANO GINER, *Technology ecosystem governance*, ESADE Working paper n.225, January 2013; M.G. JACOBIDES, A. GAWER, C. CENNAMO, *Towards a theory of ecosystems*, Strategic Management Journal, 2018, p. 2255 ss.; J. RIETVELD, M.A. SCHILLING, C. BELLAVITIS, *Platform strategy: managing ecosystem value through selective promotion of complements*, Organization Science, 2019, p. 1125 ss.

Va ricordato come in realtà il concetto derivi dall'ambito della biologia ed ecologia e sia poi stato mutuato in ambito economico.

In un primo momento questo termine era stato utilizzato in una accezione funzionale a descrivere connessioni fra soggetti nella *Silicon Valley*. Nel caso dei legami fra soggetti nella *Silicon Valley*, diversamente dalle *Big Tech*, non esisteva un soggetto dotato di una posizione di rilievo nel mercato e capace di condizionare la scelta ed il contenuto di accordi funzionali al collegamento o alla dipendenza. In questo senso le piattaforme organizzate come ecosistemi presentano caratteristiche diverse e implicazioni giuridiche maggiori.

³ Si tratta della proposta di Regolamento del Parlamento Europeo e del Consiglio relativo a mercati equi e contendibili nel settore digitale, Digital Markets Act - DMA, COM (2020)842. La proposta evidenzia proprio come le grandi piattaforme esercitino "un controllo su interi ecosistemi di piattaforme nell'economia digitale e per gli operatori di mercato esistenti o nuovi è estremamente difficile, a livello strutturale, sfidarli o contrastarli, indipendentemente dal livello di innovazione o efficienza di questi ultimi". Si veda la proposta punto 3, pag. 17.

⁴ Per un approfondimento di questo termine si veda in particolare H. LI, W. J. KETTINGER, *Building blocks of software platforms: understanding the past to forge the future*, Journ. Ass. Inform. System, 2020.

⁵ Per un approfondimento sulle caratteristiche strutturali e i rapporti con gli altri operatori presenti e coinvolti nell'ecosistema e nei servizi erogati si vedano in particolare M.G. JACOBIDES, C. CENNAMO, A. GAWER, *Towards a theory of ecosystems*, Strategic Management Journ., 2018, p. 2225 ss.; M.G. JACOBIDES, I. LIANOS, *Ecosystems and competition law in theory and practice*, CLES Research paper series n.1/2021, entrambi rep. su www.ssrn.com.

⁶ Si pensi solo per fare un esempio all'Anticipatory Shipping Package di Amazon il cui sviluppo è iniziato nel 2012 con il deposito del brevetto della struttura e del software necessario (si tratta del brevetto registrato con n. US8615473, United States Patent, 24 dicembre 2013) e consente di avviare la spedizione di un prodotto e addirittura consegnare il pacco quando questo viene messo nel carrello e cioè prima ancora che il consumatore decida di concludere la transazione. Se, una volta ricevuto il bene, non si desidera concludere l'acquisto e tenere il prodotto si può procedere alla restituzione entro 15 giorni. Sul punto si consenta il rinvio a A. CANEPA, *I mercanti dell'era digitale*, Giappichelli, 2020.

dell'utente (quando è l'utente stesso a fornirle intenzionalmente), osservazioni delle attività svolte e relativa rielaborazione e sfruttamento mediante algoritmi⁷. Nei *social media* questo processo di raccolta dei dati risulta semplificato dall'azione stessa degli utenti. Infatti l'utilizzo regolare genera una sorta di "autofidelizzazione" caratterizzata dalla spontanea pubblicazione di informazioni personali direttamente acquisibili o anche da interazioni che vengono registrate dal *social media* per una profilazione più efficace⁸. Proprio la presenza di amici, conoscenti e/o colleghi nonché di soggetti "seguiti" per la loro notorietà, mediante l'utilizzo di una specifica funzione favorisce il prodursi del c.d. effetto rete⁹ e cioè la capacità di attrazione di un numero sempre maggiore di utenti richiamati dalla presenza di altri utenti. In questo caso, oltre a nuovi contatti, c'è la possibilità di interagire con amici e conoscenti nonché con persone con le quali negli anni si erano persi i contatti. Attraverso la costruzione di queste reti, si realizza già quel processo di segmentazione degli utenti con interessi comuni, opinioni e profili simili, solitamente realizzato dalla piattaforma, mediante algoritmi, una volta acquisiti i dati. Simili reti rappresentano un *driver* fondamentale per la piattaforma perché incentivano il tempo di permanenza e la possibilità di pubblicizzazione di altri servizi grazie ad istantaneità e capacità di catturare l'attenzione dei riceventi vista la provenienza dei contenuti o degli annunci direttamente dagli appartenenti alla propria rete. È evidente come quest'ultimo aspetto assuma notevole importanza perché l'attenzione degli utenti ha per natura una durata limitata e la sua cattura¹⁰ attraverso l'azione stessa di altri utenti o degli *influencers* consente di garantire una posizione di rilievo sul mercato dell'attenzione¹¹ ed un suo sfruttamento per proporre beni e servizi di

⁷ È opportuno ricordare che esistono molte modalità di utilizzo degli algoritmi che variano anche a seconda dei settori nei quali vengono applicati. In questo senso basti ricordare come siano stati utilizzati per il semplice monitoraggio delle informazioni presenti nel mercato (per monitorare i prezzi fissati da altri venditori come rilevato qualche anno fa dalla Commissione, Commission Staff Working Document, Final report on the E-commerce Sector Inquiry, 10.05.17, rep. sul sito www.europa.eu) o allo scopo di definire prezzi dinamici alla luce della situazione degli operatori, della loro capacità e dei loro costi come avvenuto nel settore aereo o per collegare profili personali in funzione delle corrispondenze come ad esempio fanno i siti di incontri. Vi è poi la possibilità di un loro utilizzo per attuare classificazioni, fornire suggerimenti personalizzati, prezzi personalizzati e predizioni sulle future preferenze degli utenti come avviene nel caso delle piattaforme organizzate come ecosistemi.

⁸ In questa categoria rientrano ad esempio i "mi piace".

⁹ Per effetto rete generalmente si intende il fatto che l'aumento del numero degli utenti ha una diretta correlazione con il valore e la qualità del servizio e operatori ed utenti traggono vantaggio reciproco da tale incremento.

¹⁰ La capacità dei *social media* di facilitare la cattura dell'attenzione risulta anche dai dati derivanti da numerosi esperimenti condotti. In questo senso si veda tra gli altri G. ARIDOR, *Drivers of Digital Attention: Evidence from a social media experiment*, 27 december 2021, rep. sul sito www.ssrn.com.

¹¹ Come ben sintetizzato da Evans ormai diversi anni fa "When it comes to attention seeking, there are few winners that "take all" in practice". Si veda D. EVANS, *Attention Rivalry among Online Platforms*, Coase-Sandors Working Paper Series in Law and Economics, 2013, p. 3, rep. sul sito www.chicagounbound.uchicago.edu. Sulla

diversa natura. Peraltro può anche essere effettuata un'analisi preliminare in modo da selezionare coloro che nelle reti cui il messaggio è destinato possono essere maggiormente interessati¹².

Un esempio della capacità di un *social media* di sfruttare questi elementi per promuovere il *social commerce* è offerto, ad esempio, dalla piattaforma cinese WeChat che supporta l'utilizzo delle proprie reti di contatti per la condivisione di offerte di prodotti attraverso c.d. mini-programmi. Questi sono in grado di mettere in contatto potenziali acquirenti, già dotati di un *account* su WeChat, e rivenditori¹³. Il processo di acquisto risulta così semplificato, caratterizzato da una riduzione dei costi di ricerca e un'immediata possibilità di pagamento grazie al fatto che la *super-app* We Chat include anche il servizio di pagamento. In questo modo il *social media* risulta contemporaneamente un *marketplace* personalizzato in grado di garantire l'offerta di una molteplicità di prodotti e servizi molto diversi fra di loro (da quelli *fitness* al *takeaways*).

1.1 *L'affermazione del social commerce tra capacità di indirizzare le scelte degli utenti e di condizionare quelle degli operatori.*

Un simile assetto caratterizzato dalla commistione di interazioni *social*, *marketing* e *e-commerce* presenta molteplici rischi per i consumatori e per la loro capacità di scelta nonché per il funzionamento del mercato. Nello specifico assumono rilievo l'elemento informativo inteso sia come utilizzo dei dati degli utenti che come comunicazione di informazioni utili per l'individuazione del prodotto da acquistare.

Nel *social commerce* la combinazione di profilazione e utilizzo di algoritmi per proporre offerte sempre più personalizzate in modo da garantire un percorso guidato dall'individuazione del bene e/o servizio fino alla scelta appare rafforzato

fisionomia e le caratteristiche del mercato dell'attenzione esiste una vasta letteratura in particolare si veda P. BORDALO, N. GENNAIOLI, A. SHLEIFER, *Competition for attention*, Rev. Econ. Studies, 2016, p. 481 ss.; T. WU, *Blind Spot: The Attention Economy and the Law*, Antitrust Law Journal, 2019, p.771 ss.

¹² Per un esame di dettaglio di questi fenomeni e i problemi connessi al trattamento dati in queste situazioni si vedano le Guidelines 8/2020 *On the targeting of social media users*, adottate il 13 aprile 2021 e rep. sul sito www.edpb.europa.eu.

¹³ Uno sviluppo nella direzione del *social commerce* si osserva anche per Facebook. I mini programmi hanno una dimensione inferiore a 10 MB e vi si accede direttamente da WeChat. Inoltre le loro dimensioni ridotte determinano funzionalità ridotte che insieme all'utilizzo del framework di WeChat determina. bassi costi di sviluppo. Ad inizio 2020 il numero di miniprogrammi disponibili su WeChat ha raggiunto i 3,2 milioni con una base di utenti di oltre 840 milioni. Ulteriori dati sono disponibili su Huaon Daxue Consulting analysis, Number of WeChat miniprogram, www.daxueconsulting.com. Per maggiori dettagli sui c.d. mini-programmi si veda K. HU - N. KARACAOGLU, *We Store or AppStore; how we shop differently in Mobile Apps vs. Social Commerce*, 2021, rep. sul sito www.ssrn.com.

Sulle peculiarità del modello di business e delle caratteristiche dei servizi offerti dalla Big Tech cinesi si consenta il rinvio a A. CANEPA, *Chat & pay: fisionomia e ruolo dei servizi di pagamento offerti dalle Big Tech*, in Riv. trim. Dir. ec., 2021, n.3 suppl., p. 147 ss.

dal legame tra gli utenti appartenenti della medesima rete. Si tratta di un processo che, come ben evidenziato dal Consiglio d'Europa, avviene in molti casi senza un'esatta percezione da parte del singolo di quanto sta accadendo e del ruolo svolto da strumenti quali, solo per citarne alcuni, raccomandazioni, percorsi di acquisto rapido, invio di prodotti ritenuti desiderati alla luce del processo di profilazione. Infatti, come sottolineato nella dichiarazione del 2019, "*Contemporary machine learning tools have the growing capacity not only to predict choices but also to influence emotions and thoughts and alter an anticipated course of action, sometimes subliminally*"¹⁴. Ciò determina un ridotto interesse di ricerca dei medesimi beni sul mercato in quanto le offerte risultano già presenti e acquistabili sulla piattaforma di *social media* nella quale però non sono presenti tutti gli operatori esistenti ma solo quelli connessi alla piattaforma.

Proprio per questo come evidenziato in una recente *Notice* della Commissione, a seconda del modello di business della piattaforma, potrebbero essere rilevanti per i consumatori alcune tipologie di informazioni come le tipologie di fornitori, il loro numero, con quale cadenza temporale vengono aggiornati i prezzi mostrati, come vengono selezionati gli operatori presenti e quali controlli vengono effettuati sulla loro affidabilità¹⁵.

Si tratta di aspetti rilevanti visto che le offerte degli operatori non pubblicizzate sui *social media* hanno possibilità molto minori di essere visualizzate dagli interessati con inevitabili effetti sulla capacità di chi li propone in vendita di poter essere concorrenziali, anche qualora fossero in grado di proporre prezzi e servizi accessori comparabili¹⁶. Peraltro la capacità di guidare i consumatori nelle loro decisioni produce effetti anche sulle strategie degli operatori siano essi collegati alla piattaforma *social* e visibili nelle reti di contatti o esterni ad essa. Infatti nel primo caso risultano soggetti alla regolazione privata della piattaforma comprensiva di meccanismi di verifica su visualizzazione e acquisto con conseguente esclusione per chi non incontra un sufficiente interesse degli utenti¹⁷. Nel secondo caso, pur essendo esterni, gli operatori sono costretti

¹⁴ Consiglio d'Europa, *Declaration by Committee of Ministers on the manipulative capabilities of algorithmic processes*, adottata al 1337 th Meeting of the Ministers' Deputies del 13 febbraio 2019, p.8, rep. sul sito www.coe.int.

¹⁵ Si veda il paragrafo 4.2.1. della Commission Notice, in OJ EU, C526/87 del 29 dicembre 2021.

¹⁶ Per una ricostruzione del rapporto tra scelte dei consumatori e concorrenza si veda in particolare Armstrong, *Interactions between Competition and Consumer Policy*, Competition Policy International, 2008, p. 97 ss

¹⁷ Simili meccanismi riguardano non solo la vendita di beni e servizi ma anche la prestazione dei servizi e i livelli di qualità e soddisfazione degli utenti come dimostra ad es. il caso di Uber dove i rating basati sui giudizi degli utenti erano funzionali all'esclusione di tutti quegli autisti che totalizzavano punteggi troppo bassi. Sul punto si vedano in particolare A. ROSENBLAT, L. STARK, *Algorithmic Labor and Information Asymmetries: a Case Study of Uber's Drivers*, 2015, rep. sul sito www.ssrn.com, M.K. LEE, D. KUSBIT, E. METSKY, L. DABBISH, *Working with Machines: the impact of Algorithmic and Data-Driven Management on Human Workers*, 2015, rep. sul sito www.cs.cmu.edu; T. SIMONTE, *When your Boss is an Uber Algorithm*, MIT Technology Review, December 2015,

a tenere conto nella determinazione delle loro condizioni di vendita dell'offerta degli operatori "interni" per poter sperare di essere presi in considerazione da utenti disponibili ad effettuare ricerche e comparazioni ulteriori rispetto a quelle garantite dalla piattaforma¹⁸. In questo quadro, nel caso dei *social media*, si aggiunge un ulteriore "fattore" in grado di influenzare e indirizzare le scelte dei singoli e cioè la presenza di comunicazioni, messaggi e contenuti pubblicati dall'*influencer*¹⁹. Quest'ultimo, oltre ad essere conosciuto e riconoscibile, si presenta credibile ed affidabile nei confronti degli utenti alla luce della condivisione delle sue esperienze e di momenti della sua vita e riesce così ad influenzare, indirizzare e favorire l'assunzione di decisioni identiche da parte di un numero elevato di utenti e in un arco di tempo molto ravvicinato²⁰.

Peraltro l'offerta contestuale del pagamento senza dover abbandonare lo spazio *social* consente un'immediata finalizzazione. Un simile assetto, come mostrano Meta e ancor di più WeChat, genera un intreccio sempre più stretto tra interazioni sociali e relazioni economiche con perdita di percezione da parte del singolo della natura stessa di servizi differenti, come il pagamento o addirittura l'investimento, in quanto sempre di più considerati parte della *consumer experience* e dell'*interazione social*²¹. In questo quadro il rischio maggiore interessa le generazioni più giovani, tra le quali la c.d. generazione Z²², visto che frequentemente combinano una scarsa conoscenza dei mercati finanziari e del loro funzionamento²³. con un elevato tempo di permanenza e utilizzo dei *social*

rep. sul sito www.technologyreview.com; A. MATEESCU, A. NGUYEN, *Algorithmic Management in workplace*, February 2019, rep. sul sito www.data.society.net.

¹⁸ Sul condizionamento che le piattaforme sono in grado di esercitare sulle strategie di vendita di operatori interni ed esterni al marketplace si consenta il rinvio a A. CANEPA; *Alla ricerca dell'autonomia negoziale "perduta". Consumatori e venditori in epoca di profilazione e algoritmi*, in L. AMMANNATI, A. CANEPA, G. GRECO, U. MINNECI (a cura di), *Algoritmi, Big Data, piattaforme digitali. La regolazione dei mercati in trasformazione*, Giappichelli, Torino, 2021, p. 155 ss.

¹⁹ Un ruolo crescente anche se non ancora paragonabile a quello degli influencers è svolto anche dai bloggers. Anche in questo caso per gli utenti può essere difficile distinguere tra opinioni senza contenuto commerciale e pubblicità. Sul punto si veda S.C. BOERMAN, N. HELBERGER, G. VAN NOORT, C.J. HOOFNAGLE, *Sponsored blog content. What do the Regulations say? And what do bloggers say?* 9 (2018) JIPITEC 146.

²⁰ Si veda in particolare W. VON METTENHEIM, K.P. WIEDMANN, *The complex triad of congruence issues in influencer marketing*, J. Consumer Behav., 2021, p. 1277 ss.

²¹ A. CANEPA, *Chat & pay: fisionomia e ruolo dei servizi di pagamento offerti dalle Big Tech*, cit., p.168.

²² Gli appartenenti alla generazione Z, definiti anche post-Millennials, sono individuati in tutti coloro che sono nati tra il 1995 e il 2010. Su questa generazione e le sue specificità finanziarie si veda in particolare M. COSSU, *Dell'importanza dell'alfabetizzazione finanziaria*, in questa rivista n.1/2022; ID., *L'educazione finanziaria della "generazione Z". Riflessioni in tempo di pandemia*, in questa rivista n.1/2021, e ID., *Delle scelte di investimento dei Post-Millennials e del difficile rapporto tra analfabetismo finanziario e finanza sostenibile*, in Riv. Soc., 2021, p. 1253 ss.

²³ Sul ruolo dell'alfabetizzazione finanziaria si vedano tra gli altri M-T. PARACAMPO, *Il ruolo dell'educazione finanziaria nella recente disciplina del mercato finanziario*, in Dir. Banc., 2011, rep. sul sito www.dirittobancario.it 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.

media come sottolineato in un recente studio del Parlamento Europeo, pubblicato nel febbraio 2022²⁴, laddove si precisa 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*”²⁵. La capacità di persuasione di queste figure è direttamente derivante dalla fiducia che sono in grado di generare negli utenti e dalla percezione delle opinioni espresse come imparziali.

2. *Fisionomia e caratteristiche della figura dell'influencer.*

L'*influencer* merita attenzione sia per il suo inquadramento giuridico sia in particolare per le sue modalità di azione. In questo senso gli aspetti degni di attenzione sono identificabili nella capacità di inserirsi in un numero molto elevato di reti di utenti e garantirsi la loro fiducia, nell'abilità di acquisire moltissimi *followers*, nella capacità di creare e diffondere contenuti in rete, nell'attitudine a monetizzare questi contenuti e le opinioni espresse.

La sua notorietà può derivare dalla sua attività *offline* oppure direttamente dalla sua attività sui social media. In entrambi i casi, grazie alla loro popolarità, dispongono di un elevatissimo numero *followers*²⁶, automaticamente aggiornati sulle loro dichiarazioni e sui loro contenuti grazie ad una specifica funzione. In questo modo dispongono di una capacità elevata di diffondere in modo pressoché istantaneo quanto di loro interesse e mantenere viva l'attenzione mediante una condivisione costante di opinioni e momenti di vita quotidiana alla quale si affianca anche la pubblicizzazione più o meno esplicita di beni e servizi. Ciò rende questa attività sostanzialmente un'occupazione a tempo pieno definibile “professione”²⁷. Del resto proprio la loro condivisione consente di indirizzare le decisioni di acquisto di prodotti e servizi degli utenti su molteplici segmenti di mercato compreso quello finanziario. A questo aspetto si collega la finalità

24 Si veda European Parliament, 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 F. MICHAELSEN, L. COLLINI et al. PE 703.350 - February 2022, rep. sul sito www.europarl.europa.eu.

25 p.10.

26 Morteo suddivide gli *influencers* sulla base del numero di soggetti che li seguono e individuando 3 categorie ed anche la relativa capacità di coinvolgimento sulla loro base di utenti. Nello specifico si fa riferimento ai *Mega influencers* cioè coloro che hanno più di un 1 milione di *followers*, i *Macro-influencers* che hanno tra i diecimila e 1 milione di *followers* e infine i *Micro-influencers* che hanno tra i cinquecento e i diecimila *followers*. Si veda I. MORTEO, *To clarify the typification of influencers: a review of the literature*, January 2018, rep. sul sito www.researchgate.net.

27 Per una ricostruzione di questa figura in rapporto ai diversi *social media* si veda in particolare A. WANLESS., J. PAMMENT, *How you define a problem like influence?* In *Journal of Information Warfare*, 2019, p. 1 ss.; C. GOANTA, S. RANCHORDAS, *The regulation of social media influencers*, E. Elgar, 2020.

commerciale o per meglio dire la capacità di monetizzazione insita nei messaggi e nei contenuti pubblicati.

L'elemento centrale per garantire un livello di influenza e monetizzazione, altrimenti molto minore, risiede nella fiducia degli utenti nell'*influencer* e nei suoi contenuti. Questa, frutto di una componente emozionale basata su sensazioni, è una componente fondamentale per l'assunzione delle decisioni, comprese quelle scambio. Nel caso dei social media la componente emozionale è rafforzata dalla coincidenza di interessi ed azioni con gli appartenenti alla propria rete in grado di facilitare il coordinamento delle scelte, la capacità di persuasione, nonché la possibile organizzazione di azioni collettive (come dimostrato dal caso Gamestop²⁸). Proprio la grande fiducia dei followers, soprattutto giovani e giovanissimi, in quanto condiviso dall'*influencer* conferisce un valore aggiunto alla sua attività rispetto al *marketing* "classico". Infatti non solo è capace di generare un affidamento negli utenti in grado di influenzarne le decisioni ma utilizza modalità di presentazione dei contenuti, in continua evoluzione, tali da non apparire immediatamente evidenti come pubblicità con finalità commerciali.

Come evidenziato dall'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato (AGCM) "tale fenomeno sta assumendo dimensioni crescenti in ragione della sua efficacia derivante dal fatto che gli *influencer* riescono a instaurare una relazione con i *followers*-consumatori, i quali percepiscono tali comunicazioni come consiglio derivante dall'esperienza personale e non come comunicazione pubblicitaria. Spesso, le immagini con *brand* in evidenza, postate sul profilo personale del personaggio, si alternano ad altre dove non compare alcun marchio, in un flusso di immagini che danno l'impressione di una narrazione privata della propria quotidianità"²⁹.

Ciò si traduce in notevoli rischi per il consumatore derivanti proprio dalla pubblicità occulta che questi soggetti sono in grado di fare. Infatti, pur non essendo facilmente inquadrabili come "commercianti" o come singoli che

²⁸ Per comprendere la capacità specifica dei *social media* di avere un ruolo di coordinamento istantaneo delle azioni di un numero molto elevato di soggetti e in un numero di settori sempre più ampio basti pensare a quanto accaduto nel caso Gamestop. Sulla questione si veda F.R. CAMPANTE, R. DURANTE, A. TESEI, *Media and social capital*, september 2021, rep. sul sito www.nber.org. Sul caso Gamestop si vedano in particolare P. LUCANTONI; *Negoziazioni ad alta frequenza tra oclocazione dell'algoritmo e "gamefication" del contratto d'investimento*, Riv. trim. dir. ec., 2021, n.3 suppl.; M. ARRIGONI, *La tutela dell'investitore alla luce del caso Gamestop. Verso un nuovo regime per la prestazione dei servizi di investimento esecutivi*, Orizzonti del diritto commerciale, n.2/2021, p. 941 ss.

²⁹ Si veda il comunicato stampa dell'Autorità del 24 luglio 2017, rep. sul sito www.agcm.it.

agiscono con continuità³⁰ in nome e per conto del commerciante, ai sensi della direttiva 2005/29/CE³¹, la loro attività ha chiaramente una finalità pubblicitaria³².

La criticità risiede nel fatto che spesso l'elemento pubblicitario non risulta in modo chiaro e inequivocabile ai consumatori ed è per questo che l'AGCM la considera particolarmente insidiosa. Infatti questi soggetti variano anche notevolmente la modalità attraverso la quale veicolare i contenuti pubblicitari al fine di indurre i consumatori a ritenere i loro comportamenti e i loro messaggi spontanei e disinteressati e favorire così un effetto "emulazione" da parte dei *follower*.

Come ricorda l'Autorità "le immagini, infatti, talvolta, rappresentano un ambiente domestico e sono realizzate con tecniche fotografiche non ricercate; altre volte, le tipologie di immagini, le pose dei personaggi e l'ambiente assumono lo stile di un set fotografico. L'evidenza data ai marchi può variare in intensità e modalità, in quanto le tipologie di *post* e personaggi si presentano molto eterogenee. In alcuni casi, i nomi dei *brand* sono citati negli *hashtag* dei *post*, in altri casi, sono invece in evidenza nell'immagine. Il *post* può essere accompagnato da commenti enfatici sul prodotto"³³.

Proprio il rischio di perdita del discrimine fra dati veritieri e contenuti pubblicitari³⁴, indotto da questo tipo di pubblicità ha già determinato l'intervento dell'AGCM per sanzionare le pratiche commerciali scorrette presenti "nella diffusione su *blog* e *social network* (come Facebook, Instagram, Twitter, YouTube, Snapchat, Myspace) di foto, video e commenti da parte di *blogger* e *influencer* che mostrano sostegno o approvazione per determinati brand generando un effetto pubblicitario in favore del marchio"³⁵. Allo stesso tempo

³⁰ Un consumatore o un influencer potrebbero rientrare nel novero di coloro che agiscono "in nome e per conto del commerciante" nel momento in cui condividono contenuti. La Corte di Giustizia però sul punto ha precisato come una simile situazione richieda la presenza di ulteriori requisiti non esaustivi e non esclusivi tra i quali la finalità di lucro derivante dalla remunerazione per quanto consigliato, il numero, l'importo e la frequenza delle operazioni

Si veda in particolare la pronuncia della Corte di Giustizia, *RLvS Verlagsgesellschaft mbH v. Stuttgarter Wochenblatt GmbH*, caso C-391/12, 17 ottobre 2013, rep. sul sito della Corte.

³¹ Si veda l'articolo 2 della direttiva 2005/29/CE nonché la Commission Notice, Guidance on the interpretation and application of Directive 2005/29/EC of the European Parliament and the Council concerning unfair business-to-consumer commercial practices in the internal market, pubblicata in OJ, C526/1 del 29 dicembre 2021.

³² In proposito la Corte di Giustizia nel caso *Verband Sozialer Wettbewerb*, causa C-146/16, del 30 marzo 2017, p.31 ha ricordato come l'obbligo di chiarezza su messaggi di tipo commerciale si applichi ai professionisti indipendentemente dal fatto che siano i fornitori del prodotto.

³³ Si veda il comunicato stampa del 24 luglio 2017 cit.

³⁴ Su questa problematica in riferimento ai mezzi di comunicazione tradizionali si veda in particolare V. LEMMA, *Informazione finanziaria e tutela dei risparmiatori*, in F. CAPRIGLIONE (a cura di), *I contratti dei risparmiatori*, Giuffrè. Milano, 2013, p. 262.

³⁵ L'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato in relazione a tali pratiche ha sottolineato come l'influencer debba segnalare in ogni post i prodotti pubblicizzati presenti soprattutto se vi è un accordo

sono stati indicati criteri generali di comportamento da rispettare e finalizzati a rendere chiaramente riconoscibile la finalità promozionale mediante l'inserimento in quanto pubblicato di sigle come “#adv” “#advertising”, “#sponsorizzato da/”, “#pubblicità”, “#promosso da” e/o “#in collaborazione/partnership” e in alcuni casi, come quello della Barilla, sono stati anche accolti impegni nei quali, in sede di contratto, la società stessa prevedeva sia l'obbligo di attenersi a linee guida volte ad evidenziare gli elementi pubblicitari sia meccanismi di deterrenza in caso di mancato rispetto, quali riduzioni del compenso e/o possibile applicazione di penali³⁶.

Se poi consideriamo il settore finanziario, l'elemento pubblicitario, seppur presente, potrebbe risultare ancor più occulto per la tecnicità dei prodotti promossi e le scarse conoscenze in materia di chi visualizza questi contenuti

In questo ambito si assiste ad una progressiva affermazione di *influencers* specializzati, c.d. *fin-influencers*, e contestualmente di un pubblico di riferimento caratterizzato da investitori sempre più giovani. Ciò dà luogo alla presenza di un insieme di elementi in grado di aumentare notevolmente i rischi connessi a questa situazione. Infatti, oltre alla pubblicità occulta già ricordata, si aggiungono una scarsa conoscenza di quanto pubblicizzato come prodotto finanziario o *crypto-asset*³⁷, delle differenti implicazioni derivanti dall'acquisto di un prodotto finanziario rispetto ad un bene di consumo e la facilità di acquisto garantita dalle *app*.

3. *Il fin-influencer e la sua riconoscibilità come “fonte informativa” nel mercato.*

I rischi di pubblicità occulta dei *fin-influencers*³⁸ derivano dall'associazione tra contenuti sociali e culturali anche postati da altri utenti (ad es. nel *feed*

promozionale con le case produttrici. Si veda da ultimo il caso BAT- *Pubblicità occulta Glo sui social network*, PS12009, provvedimento 29387 del 30 settembre 2021, in Boll. n.41/2021. In questo caso gli influencers coinvolti si erano avvalsi della strategia promozionale “*call to action*” che consente di creare un'interazione con i propri follower invitandoli a rispondere con condivisioni dei medesimi contenuti in cambio di una maggiore visibilità del proprio profilo. In dottrina si vedano G. ALFANO, *Social network e pubblicità occulta. Riflessioni in tema di influencer marketing a margine dei primi interventi dell'AGCM*, in Riv. di diritto dell'impresa, 2020, p.129 ss.; E.M. TRIPODI, *La pubblicità occulta online: tra prosumer, influencer e tutela dei consumatori*, in Disciplina del Commercio e dei Servizi, 2021, p. 41 ss.

³⁶ Si tratta del caso *Insanity page- Barilla*, PS11435, definito con provvedimento del 25 febbraio 2020, in Boll. n. 11/2020.

³⁷ Da questo punto di vista basti pensare alla complessa natura dei *crypto-asset* per un'analisi della quale si veda in particolare F. ANNUNZIATA, *Speak, If You Can: What Are You?. An Alternative Approach to the Qualification of Tokens and Initial Coin Offerings*, in ECFR, vol. 17, n. 2, 2020 e ID., *Verso una disciplina europea delle crypto-attività. Riflessioni a margine della recente proposta della Commissione Ue*, in Diritto Bancario, 15 ottobre 2020, rep. sul sito www.dirittobancario.it;

³⁸ Il documento ESMA, *Final report on European Commission mandate on certain aspects relating to retail investor protection, individual I fin-influencer come “influencer generates content on financial topics such as investments”*. ESMA 35-42-1227, del 29 aprile 2022, p.9.

personale di un utente) e prodotti finanziari nonché anche dallo strumento utilizzato per la visualizzazione del contenuto (per es. lo *smartphone* è in grado di mettere maggiormente in evidenza un aspetto e renderne meno evidenti altri vista la presenza di uno schermo più piccolo³⁹).

Inoltre quanto visualizzato potrebbe rappresentare la sola fonte informativa sulla base della quale viene assunta la decisione. Differentemente da altre tipologie di beni per i prodotti finanziari un'informazione dettagliata e puntuale, accompagnata anche da una conoscenza, seppur di base, del funzionamento del mercato finanziario, è fondamentale non solo per comprendere cosa si sta acquistando ma anche il livello di rischio ad esso connesso. Del resto in materia sussistono regole di disciplina degli obblighi informativi nei confronti dei risparmiatori nonché la necessità di soggetti autorizzati per la consulenza finalizzata all'investimento quali paradigmi per la tutela dell'investitore. Gli *influencers* però non possono essere considerati soggetti che svolgono una simile consulenza e pertanto non possono essere assoggettati agli obblighi che ne conseguono. Allo stesso tempo i *followers* possono ritenere che i contenuti e i messaggi pubblicati dall'*influencer* possano fornire informazioni attendibili e imparziali anche quando presentano elementi di pubblicità più o meno chiari. Peraltro difficilmente vi è un marchio riconoscibile per l'utente ed anche il messaggio che accompagna il contenuto può apparentemente essere strettamente personale e non rivolto al pubblico come consiglio o come invito. Un esempio emblematico in questo senso può essere quello della pubblicazione del dettaglio del proprio piano di investimenti accompagnato da un messaggio di soddisfazione per quanto in esso contenuto, dell'acquisto di una criptovaluta o della pubblicazione delle variazioni di prezzo di un NFT. In questo caso vi è una funzione strumentale delle informazioni e dei contenuti al fine di indurre a concludere operazioni analoghe.

Si potrebbe ritenere una simile situazione riconducibile alla previsione dall'annesso 1 della direttiva 2005/29 laddove si stabilisce un divieto di affermare falsamente o creare l'impressione che un professionista non stia agendo per la sua attività o che abbia la veste di semplice consumatore⁴⁰. C'è però da chiedersi se per un *influencer* sia individuabile l'esercizio di un'attività specifica e in un solo settore e difficilmente può essere valutato un semplice consumatore. C'è poi da chiedersi se, per il *fin-influencer*, siano preventivamente identificabili le situazioni nelle quali sia necessaria una esplicita menzione della presenza di finalità pubblicitarie. Trattandosi di un tema emerso recentemente l'approccio

³⁹ Proprio questo elemento come modalità per rendere di immediata evidenza in particolare alcuni aspetti rispetto ad altri è menzionato nella Commission Notice, cit.

⁴⁰ Si tratta del punto 22 dell'Annesso.

attualmente sembra essere quello di una valutazione da effettuare caso per caso. Ciononostante, si potrebbe pensare di utilizzare uno schema simile ad esempio a quello norvegese nella *Guidance on Labelling of Marketing in Social Media* del Norwegian Consumer Obusdem⁴¹ laddove si ritengono legittime la possibilità di commento di qualunque prodotto acquistato o regalo ricevuto purchè non vi sia collegamento ad una rete pubblicitaria. Inoltre, anche in assenza di collegamento se è ravvisabile un vantaggio per l'*influencer* derivante dai commenti inseriti l'attività va qualificata come *marketing* adeguatamente segnalato all'utente. In Germania, pur non essendo presenti linee guida, va rilevato come una recente giurisprudenza, rispettivamente della Corte di Karlsruhe, della Corte di Monaco e della Corte d'Appello di Berlino⁴², sembri andare nella direzione di considerare pubblicitario non solo ciò che genera remunerazione e collegamenti ma anche il contenuto non considerabile di carattere informativo.

4. *La generazione Z tra social media e fin-influencers: i rischi per l'assunzione delle decisioni di investimento e per la stabilità dei mercati finanziari* - Per la c.d. generazione Z alle criticità già richiamate legate al reperimento di informazioni in ambiente social ed alla scarsa trasparenza sull'esistenza di meccanismi pubblicitari nei contenuti e nelle dichiarazioni presenti si aggiungono altri due elementi tra loro collegati. Il primo concerne la grande fiducia che proprio la generazione Z mostra nei *social media* e soprattutto negli *influencers*. Da un recente studio effettuato in Austria proprio su questi ragazzi emerge come l'82% degli intervistati abbia acquistato un prodotto indicato da un *influencer*, il 76% abbia dichiarato di essere ispirato nei suoi comportamenti ed acquisti da un *influencer* e il 71% abbia affermato di avere piena fiducia nelle opinioni espresse da un *influencer*.

Il secondo, derivante direttamente dall'alto grado di fiducia registrato, riguarda la probabile scarsa propensione a ricercare fonti informative alternative rispetto a quelle fornite da *influencers* e *social media* che, combinato con una scarsa alfabetizzazione finanziaria di questa generazione favorisce l'affidamento nelle opinioni altrui soprattutto quando provengono da soggetti considerati modelli di riferimento. Ciò sembra delineare nei maggiori fruitori dei *social media* una tendenza al sostanziale superamento del bisogno di un'informazione approfondita "di base"⁴³. intesa quantomeno come disponibilità di dati affidabili

⁴¹ Il documento è reperibile sul sito <https://www.forbrukertilsynet.no/>.

⁴² Si tratta rispettivamente di Karlsruhe Regional Court, Judgement of 03/21/2019, 13 O 38/18 KfH - Pamela Reif, Munich Regional Court, Judgement of 04/29/2019, 4 HK O 14312/18 - Cathy Hummels e Berlin Appellate Court, Judgement of 01/08/2019, 5 U 83/18 - Vreni Frost.

⁴³ Come noto al concetto di informazioni di base fa riferimento il TUB agli art. 120 octies co. 2 per quanto concerne i contratti di credito specificando come gli annunci pubblicitari indicano alcune informazioni di base

funzionali alla formazione di un'opinione e/o all'assunzione di una decisione di acquisto. Infatti l'informazione reperibile sui social media è molto limitata nonchè priva di parametri per valutarne l'affidabilità e la possibile presenza di conflitti di interesse di chi la pubblica. Pertanto, il fatto che un numero crescente di soggetti possa ritenerla sufficiente, anche in assenza di quelle definite dal TUF "informazioni chiave per aiutare gli investitori al momento di valutare l'opportunità di investire in titoli"⁴⁴ non rappresenta un rischio solo per il singolo ma anche per il corretto funzionamento del mercato dal punto di vista della domanda e offerta e della definizione dei prezzi⁴⁵.

Una dinamica di questo tipo appare il frutto di un processo di profonda trasformazione della società e del mercato nel quale le nuove tecnologie hanno determinato l'affermazione di nuove dimensioni della socialità sempre più considerate e utilizzate come fonte informativa attendibile se non addirittura come luogo esclusivo di reperimento di informazioni anche finanziarie⁴⁶. In questo senso la problematica informativa generata dall'ambiente social è duplice perché riguarda, seppur in modo differente, entrambe le parti e cioè l'utente-risparmiatore e colui che fornisce informazioni. Se consideriamo in astratto le informazioni in grado di orientare le decisioni di investimento, si potrebbe ritenere che i canali *online* abbiano favorito una maggiore capacità e rapidità di divulgazione in realtà paradossalmente, soprattutto per i più giovani, ciò si è tradotto in una selezione, riduzione e scarsa attenzione all'attendibilità delle informazioni utilizzate e ad alla professionalità dei soggetti che le diffondono.

Non va dimenticato come i rischi di questo fenomeno non risiedano solo orientamento nella scelta singoli utenti, anche se magari numerosi, ma anche nella capacità di mobilitare moltissimi utenti verso l'assunzione della medesima decisione in un arco temporale ristretto. Ciò è frutto di un "effetto rete" inteso in questo caso non solo come numero di utenti coinvolti bensì come capacità della rete di appartenenza di favorire e incentivare l'assunzione di decisioni coordinate suggerite da un *influencer*⁴⁷. Gli effetti imprevisi di un'identica "decisione di

"in maniera chiara, precisa, evidenziata e, a seconda del mezzo utilizzato, facilmente leggibile o udibile" e di cui si fornisce anche un elenco.

⁴⁴ Va ricordato come l'art.94 del TUF al co.8 utilizzi il riferimento citato in un diverso contesto e ai fini dell'individuazione della responsabilità derivante dalla nota di sintesi.

⁴⁵ Proprio le problematiche menzionate sono state evidenziate alla luce del caso Gamestop dall'Autorità francese dei mercati finanziari. Si veda Autorité des Marchés Financiers (AMF), *Gamestop mania: a look back over market phenomenon*, 18 febbraio 2021 rep. sul sito AMF.

⁴⁶ Già diversi anni fa, ben prima che i social media assumessero la rilevanza attuale, Lemma evidenziava l'esistenza di problematiche crescenti in una società "sempre più aggregata secondo modelli innovativi di libertà partecipativa riferiti alla wired society e alla network society", v. V. LEMMA, cit., p. 264,

⁴⁷ Sull'importanza crescente rivestita dalle relazioni in rete e la contestuale riduzione di importanza dei singoli anche in ambito finanziario si veda in particolare B. RUSSO, *Le implicazioni economico-sociali nei nuovi modelli*

massa” sui mercati finanziari sono già apparsi evidenti nel richiamato caso Gamestop. Peraltro, quando ciò determina l’acquisto di titoli o criptovalute, senza neppure il perseguimento di una finalità comune, come la “sopravvivenza” di un soggetto come Gamestop, ma semplicemente per la fiducia in quanto pubblicato da un *influencer* e la volontà di imitarne i comportamenti diventa ancor più difficile prevederne gli sviluppi.

6. *I recenti interventi dell’ESMA e dell’ESAs.*

L’European Securities Markets Authority (ESMA) e l’European Supervisory Authorities (ESAs) sono recentemente intervenute sui rischi per gli utenti collegati proprio ai *social media* ed alla diffusione di informazioni in grado di orientare le decisioni di investimento *crypto-asset* compresi.

L’ESMA con un comunicato del 28 ottobre scorso⁴⁸ ha sottolineato come sia qualificabile come raccomandazione di investimento qualunque informazione che raccomanda o suggerisce una strategia d’investimento, esplicitamente o implicitamente, relativa a uno o più strumenti finanziari o agli emittenti, compreso qualsiasi parere in merito al valore o prezzo presente o futuro di tali strumenti. Simili informazioni possano essere veicolate ad un pubblico vasto attraverso differenti canali tra i quali i *social media* che hanno “*the potential to mislead investor*” e richiedono raccomandazioni fornite in modo trasparente per non incorrere in un abuso di mercato ai sensi del Regolamento n.596/2014. Visto che il pubblico potrebbe ritenere colui che le pubblica dotato di esperienza finanziaria. Pertanto il comunicato ribadisce la centralità di valutare attentamente i contenuti per evidenziare quando possano essere considerati una raccomandazione.

Il tema è stato poi ripreso anche in un comunicato congiunto delle Autorità dedicato ai *social media* ed agli *influencer* con specifico riferimento ai *crypto-assets*. Questi ultimi vista la loro natura “*highly risky and speculative*” evidenziano una “*very real possibility of losing all their invested money if they buy these assets*”⁴⁹ per gli acquirenti. Per questo nel documento di sottolinea come sia necessaria una completa informazione sui loro rischi tenuto conto che si tratta di prodotti che come ricordato attualmente “*typically fall outside existing protection under current EU financial services rules*”. La questione viene ritenuta meritevole di particolare attenzione da parte delle Autorità visto che proprio gli *influencer* spesso hanno incentivi a commercializzare *crypto-assets* e proprio per

di finanza alternativa: verso un mercato digitale (del credito) effettivamente inclusivo e efficacemente sostenibile?, in Riv. dir. banc., 2021, p.665 ss.

⁴⁸ Si veda ESMA’s Statement on Investment Recommendations on Social Media, ESMA70-154-2780, del 28 ottobre 2021.

⁴⁹ Si veda ESAs, EU financial regulators warn consumers on the risks of crypto-assets. ESA 2022 15, del 15 marzo 2022.

questo le loro comunicazioni potrebbero, anche volutamente, mettere in rilievo solo i potenziali benefici e non i notevoli rischi trasmettendo l'idea che siano prodotti idonei per tutti i consumatori mentre così non è⁵⁰.

Infine L'ESMA ha ripreso il tema nel recente rapporto sulla protezione dell'investitore *retail* dell'aprile 2021⁵¹ sottolineando come ai sensi della Mifid II tutto ciò che è parte della *marketing communication* debba essere coerente con tutte le informazioni fornite ai clienti “*in course of providing investment and ancillary services*”. Il problema però attualmente risiede nella difficoltà di individuare la presenza di *marketing communication* in particolare nelle nuove forme di comunicazione, spesso basate esclusivamente su contenuti o poche parole come avviene sui *social media*. Proprio questi aspetti secondo l'Autorità richiedono non solo l'adozione di linee guida in grado di responsabilizzare maggiormente gli operatori alla luce delle nuove problematiche emergenti in ambiente *social* e attraverso le “informazioni” fornite dagli *influencers* ma anche volte ad affrontare proprio la grande capacità di operatori terzi di sfruttare i *social media* per favorire non tanto e non solo l'acquisto di prodotti ma anche di prodotti finanziari e *crypto-assets*.

⁵⁰ Su questo aspetto era già intervenuta anche l'ESMA nel suo Report *Trends, Risks and Vulnerabilities* (TRV) pubblicato in data 17 marzo 2021, e accompagnato dal comunicato ESMA *Sees high risks for investors in non-regulated crypto-assets*. Peraltro il documento sottolinea come anche l'alto numero di *crypto-assets* disponibili, oltre 17000, favorisca una ampia pubblicizzazione.

⁵¹ ESMA, Final report on European Commission mandate on certain aspects relating to retail investor protection, cit.