

---

PIEREMILIO SAMMARCO

---

## PROMOZIONE E NEGOZIAZIONE DEI PRODOTTI FINANZIARI TRAMITE INTERNET

---

**SOMMARIO:** 1. Premessa. — 2. La promozione ed il collocamento a distanza di servizi di investimento e di prodotti finanziari. — 2.1. I provvedimenti normativi. — 2.2. Gli interventi della Consob. — 2.3. I principi regolatori. — 3. I servizi di investimento. — 3.1. I servizi di investimento ed i servizi accessori. — 3.2. I contratti di intermediazione finanziaria. — 4. La intermediazione finanziaria tramite internet. — 4.1. La negoziazione degli strumenti finanziari e l'impiego di Internet. — 4.2. Il day trading on line.

---

### 1. PREMESSA.

---

L'utilizzo della rete Internet rappresenta, sia per la capillarità della sua diffusione, sia per la facilità di accesso a costi contenuti, una straordinaria opportunità di crescita per i mercati finanziari. Crescita facilitata dalla natura immateriale dei prodotti finanziari, la quale, a differenza di quanto avviene nel commercio dei beni reali, in cui la presenza fisica del cliente è ancora prevalente, ben si adatta al cosiddetto commercio virtuale<sup>1</sup>.

Si tratta di una crescita ormai inarrestabile che è sfociata nell'odierna sorprendente esplosione del *day trading on line*.

L'utilizzazione sempre più massiccia di Internet in materia di intermediazione dei prodotti finanziari, ha posto agli operatori di settore e alle autorità responsabili di regolamentare la materia, i cosiddetti « *Regulators* », problemi di non facile soluzione. Si tratta, infatti, di bilanciare i benefici che l'uso di Internet assicura ai servizi di investimento finanziario, rispetto ai rischi che i soggetti interessati possono correre. I vantaggi sono rappresentati dall'accesso per via telematica ai mercati esteri, dallo sviluppo dei mercati non regolamentati, costituiti da operatori privati che si collegano tra di loro, mercati che si pongono come paralleli rispetto a quelli ufficiali, dalla ridotta incidenza delle commissioni, dalla possibilità offerta, non solo agli intermediari, ma anche agli stessi emittenti di strumenti finanziari, di raggiungere in modo diretto un ampio pubblico.

---

<sup>1</sup> DE LORENZO - FABRIZIO, *Le recenti evoluzioni della disciplina sullo svolgimento dei servizi di intermediazione finanzia-*

*ria on line tramite Internet: una prima analisi*, in questa *Rivista*, 1999, 473 e ss.

Sull'altro piatto della bilancia, pesano, però, negativamente, le difficoltà dell'identificazione della clientela ai fini della repressione del fenomeno del riciclaggio, la possibilità che informazioni false e fuorvianti possano essere inviate da chi si cela sotto pseudonimi, ed in genere, l'attitudine della finanza in rete a facilitare frodi in danno dei risparmiatori<sup>2</sup>.

Al riguardo, un noto autore americano ha osservato che il mondo di Internet assomiglia al Far West americano del 19° secolo, dove l'osservanza della legge costituiva un semplice optional.

Ma, a parte questa colorita espressione che illumina il versante dell'illecito, sta di fatto che anche sull'opposto versante della piena liceità, le soluzioni che si prospettano per alcuni problemi, sono abbastanza discutibili.

Così, in materia di sollecitazione all'investimento non è sempre agevole individuare se il messaggio depositato in un sito *web* presenti il contenuto dell'offerta o quello del messaggio promozionale o si tratti di un semplice annuncio pubblicitario. Così, quando ricorre la extraterritorialità del messaggio trasmesso attraverso Internet, è arduo stabilire quale sia l'Autorità di vigilanza competente ad applicare la relativa disciplina nazionale.

In presenza poi di conflitti di giurisdizioni, non sempre le convenzioni di diritto internazionale privato offrono criteri sicuri per dirimerli<sup>3</sup>.

Il nostro legislatore, in materia di intermediazione finanziaria, ha preso in considerazione le tecniche di comunicazione a distanza e, quindi, l'impiego di Internet, soltanto in rapporto alla fase della promozione e collocamento dei servizi di investimento e degli strumenti finanziari, dettandone la relativa disciplina. E dall'esame di tale disciplina che occorre partire.

## 2. LA PROMOZIONE ED IL COLLOCAMENTO A DISTANZA DI SERVIZI DI INVESTIMENTO E DI PRODOTTI FINANZIARI.

### 2.1. I PROVVEDIMENTI NORMATIVI.

Il legislatore italiano, come del resto anche i legislatori stranieri, ha dovuto prendere atto della nuova realtà creata a seguito dell'impiego di Internet per l'offerta di prodotti finanziari e con il D. Lgs. 415 del 23 luglio 1996, ha provveduto a disciplinare, all'art. 24, la promozione ed il collocamento a distanza di servizi di investimento e di strumenti finanziari. Attualmente, la materia è disciplinata dall'art. 32 del D. Lgs. 24 febbraio 1998 n. 58, contenente il testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria (TUF) ed, a livello di normativa secondaria, dalla delibera del 1° luglio 1998 n. 11522 adottata dalla Consob che costituisce uno dei Regolamenti di attuazione del D. Lgs. 24 febbraio 1998 n. 58 concernente la disciplina degli intermediari.

<sup>2</sup> DE LORENZO - FABRIZIO, *op. cit.*, 476 e ss.

<sup>3</sup> COMPORTI, *La sollecitazione all'investimento*, in *Intermediari finanziari, mer-*

*cati e società quotate*, a cura di PATRONI GRIFFI, SANDULLI e SANTORO, 1999, Torino, 569.

L'art. 32 del TUF del 1998 si differenzia dal testo dell'art. 24 del D. Lgs. 415/1996 soltanto sotto il profilo dell'oggetto della attività. Infatti, nel secondo comma del citato articolo, viene previsto il potere della Consob di disciplinare la promozione ed il collocamento di servizi di investimento e di prodotti finanziari, diversi da quelli indicati dall'art. 100 lettera f) e cioè, di prodotti finanziari emessi da banche (diverse da azioni o dagli strumenti finanziari che permettono di acquisire o sottoscrivere azioni) ovvero prodotti assicurativi emessi da imprese di assicurazione. Quindi, la disposizione di cui trattasi consente alla Consob di estendere l'attività di promozione e di collocamento di servizi di investimento, non solo agli strumenti finanziari, ma ad altre forme di investimento finanziario non riducibili a strumenti finanziari (quali i certificati rappresentativi dei fondi pensione), purché non emessi da banche od imprese assicurative. Da quanto esposto si evince che la rubrica dell'art. 32 in cui si fa cenno solo a strumenti finanziari non rispecchi il contenuto della norma cui si riferisce.

Al fine di una migliore comprensione di questo punto del testo, è opportuno delineare le nozioni di strumento finanziario e di prodotto finanziario. Anzitutto, va premesso che il legislatore del 1998 ha espunto dalle sue norme ogni riferimento alla nozione di valore mobiliare e lo ha sostituito con quelle di strumento finanziario e di prodotto finanziario. A norma dell'art. 1, 1° comma lettera u) del TUF sono prodotti finanziari « *gli strumenti finanziari ed ogni altra forma di investimento di natura finanziaria* », per cui il rapporto fra le nozioni di prodotto e di strumento finanziario è un rapporto di genere a specie.

Il legislatore non dà una definizione generale degli strumenti finanziari, ma fornisce una elencazione chiusa di tali strumenti (azioni, obbligazioni, quote di fondi comuni, contratti *futures*, i contratti di scambio a pronti e a termine, *swaps*, ecc.), elenco che può essere arricchito sulla base di un provvedimento dell'Autorità di Governo (art. 18, comma 5° del TUF). Mentre il legislatore si astiene dal formulare una nozione generale di strumenti finanziari, non rinuncia alle definizioni di prodotto finanziario, ricomprendendovi « *gli strumenti finanziari e ogni altra forma di investimento di natura finanziaria* », ipotizzando così l'esistenza di altri prodotti finanziari, ulteriori e diversi dagli strumenti finanziari.

La nozione di prodotto finanziario è importante, in quanto le norme che regolano la sollecitazione al pubblico risparmio fanno riferimento ai prodotti finanziari anche quando gli stessi non rientrano nell'elenco degli strumenti finanziari. La nozione di prodotto finanziario non è facilmente ricostruibile; si può tentare di formularla procedendo ad un raffronto con gli strumenti finanziari e prendendo in considerazione una caratteristica di quest'ultimi, la quale consiste nello scambio fra un bene presente (denaro) ed un bene futuro, la cui entità è rimessa in larga misura al comportamento di altri (vedi mercato). Questa caratteristica, invece, non sussiste per quanto attiene ai prodotti finanziari, che non sono strumenti finanziari (contratti di deposito bancario, contratti assicurativi, contratti attraverso cui vengono raccolti le risorse destinate ai fondi pensione)<sup>4</sup>.

<sup>4</sup> BUONOCORE, *Manuale di diritto commerciale*, 1999, Torino, 754 e ss.; COMPORTI, *op. cit.* 552; RABITTI BEDOGNI, *Il Testo*

*Unico dell'intermediazione finanziaria*, 1998, Milano, 9 e ss.; SALANITRO, *Società per azioni e mercati finanziari*, 1998, Mi-

## 2.2. GLI INTERVENTI DELLA CONSOB.

Prima ancora che il legislatore si occupasse specificamente della offerta a distanza di servizi di investimento e di strumenti finanziari con l'emanazione del D. Lgs. 415/1996, la Consob, con comunicazione dis-Rem 96005769 del 14 dicembre 1996, si era già pronunciata al riguardo, autorizzando un fondo comune a trasmettere la pubblicità dei suoi prodotti su Internet, stabilendo il principio che le modifiche al contenuto dei messaggi pubblicitari riguardanti operazioni di sollecitazione del pubblico risparmio su Internet dovevano essere assoggettate ad un suo preventivo esame (in Consob informa n. 46 del 1° dicembre 1997, pag. 3).

E dopo l'approvazione del citato D. Lgs. del 1996, la Consob ha sancito il principio che la pubblicazione di un servizio di analisi tecnica da proporre in abbonamento via Internet è liberamente esplicabile (in Consob informa n. 18 del 5 maggio 1997, pag. 2).

## 2.3. I PRINCIPI REGOLATORI.

Ai sensi del primo comma dell'art. 32 del TUF, per tecniche di comunicazione a distanza si intendono le tecniche di contatto con la clientela, diverse dalla pubblicità, che non comportano la presenza fisica e simultanea del cliente e del soggetto offerente o di un suo incaricato. Tra tali tecniche, rientra a pieno titolo Internet.

L'offerta a distanza si distingue dall'offerta fuori sede, perché in questa seconda fattispecie ricorre, invece, il contatto fisico tra il cliente e l'operatore finanziario<sup>5</sup>.

Dopo l'emanazione del TUF, la Consob, come si è già ricordato, ha emanato il Regolamento di attuazione n. 11522, il quale, nel libro IV, si occupa della promozione e del collocamento a distanza di servizi di investimento e di prodotti finanziari. In questo caso la dizione è pertinente.

L'art. 72, 1° comma del detto Regolamento, dispone che le tecniche di comunicazione a distanza che consentono di stabilire un contatto con i singoli investitori, devono offrire la possibilità di un dialogo o di altra forma di interazione rapida e, qualora ciò non sia possibile, occorre che i documenti o i messaggi inviati presentino contenuto negoziale o comunque non si limitino a denunciare le qualità e le caratteristiche del soggetto offerente dei servizi di investimento e degli strumenti finanziari.

Le disposizioni del comma 1° dell'art. 32 del TUF e l'art. 72, comma 1°, del Regolamento Consob enunciano, quindi, i requisiti delle tecniche di comunicazione a distanza con riguardo specifico alla promozione del collocamento a distanza di servizi di investimento e di prodotti finanziari; ma, non vi è dubbio che la nozione di tecniche di comunicazione a distanza che si evince da tali norme, stante il suo carattere tecnico, è riferibile anche alle fasi successive ed ulteriori attraverso le quali si snoda l'attività dell'intermediazione finanziaria.

A completamento di questo rilievo, va richiamata l'attenzione sulla comunicazione n. DI/99052838 del 7 luglio 1998 della Consob, che, pure

lano, 96 e ss.; RABITTI BEDOGNI, *Il diritto del mercato mobiliare*, 1997, Milano, 203.

<sup>5</sup> BUONOCORE, *op. cit.*, 786; COMPORTI,

*op. cit.*, 754 e ss.; RABITTI BEDOGNI, *Il Testo Unico dell'intermediazione finanziaria*, *op. cit.* 269 e ss.

emessa in materia di promozione e collocamento a distanza di servizi di investimento di prodotti finanziari, si occupa specificamente di Internet, affermando che la rete rientra tra le tecniche di comunicazione a distanza, in quanto presenta tutti i requisiti che, secondo le norme sopramenzionate, caratterizzano le dette tecniche. Ed approfondendo l'argomento, stabilisce che Internet, quale tecnica di comunicazione a distanza, può essere riferito sia alla gestione di un sito *web*, sia al servizio di posta elettronica. Per quanto riguarda il sito, precisa che questo può contenere:

- i) informazioni relative a prodotti finanziari e a servizi di investimento;
- ii) indicazioni circa le modalità con cui contattare un intermediario al fine di ricevere proposte contrattuali relative a prodotti finanziari e a servizi di investimento;
- iii) strumenti con cui stabilire un contatto con un intermediario (ad esempio, percorsi guidati per l'invio di messaggi di posta elettronica, *hypertext links*;
- iv) proposte contrattuali standardizzate, aderendo alle quali con modalità varie (ad es. corrispondenza postale), incluso l'utilizzo di strumenti messi a disposizione dal sito (ad es. posta elettronica), gli investitori possono acquistare o sottoscrivere prodotti finanziari ovvero costituire rapporti aventi ad oggetto la prestazione di servizi di investimento.

Riferendosi, poi, alla posta elettronica, la comunicazione in parola osserva che essa può essere utilizzata al fine di inviare messaggi e documenti a contenuto sia informativo che negoziale agli investitori o al fine di dialogare con gli investitori.

La disposizione del primo comma dell'art. 32 del TUF, che fornisce la nozione di tecniche di comunicazione a distanza, esclude espressamente dal suo ambito di applicazione la pubblicità e ciò, nonostante che quasi tutte le manifestazioni di pubblicità, ad esclusione soltanto di quella diretta, si fondano anch'esse sulla assenza di contatto fisico tra cliente ed operatore finanziario. Sennonché, le due figure, nonostante il tratto comune della assenza del contatto fisico tra le parti, si differenziano tra di loro in funzione della qualità del contatto: infatti, la promozione a distanza tende a stabilire un contatto qualificato finalizzato alla instaurazione di un rapporto contrattuale, mentre, la pubblicità ricerca un contatto che non presenta una siffatta qualificazione<sup>6</sup>.

Al successivo art. 73, il Regolamento individua i soggetti che possono effettuare la promozione ed il collocamento a distanza dei prodotti finanziari: essi sono gli intermediari autorizzati, le società di gestione e risparmio limitatamente alle quote di fondi comuni di investimenti di propria istituzione o per i quali svolgono la gestione, le SICAV, limitatamente alle azioni di propria emissione.

Il Regolamento, poi, all'art. 74 si preoccupa di fissare limiti all'impiego di tecniche di comunicazione a distanza, stabilendo che la promozione ed il collocamento mediante tecniche di comunicazione a distanza, non possano effettuarsi e, qualora intrapresi, devono essere immediatamente in-

---

<sup>6</sup> BUONOCORE, *op. cit.* 789 e ss.; RABITI BEDOGNI, *Il Testo Unico dell'intermediazione finanziaria*, *op. cit.*, 269 e ss.

terrotti, nei confronti degli investitori che si dichiarino esplicitamente contrari al loro svolgimento o alla loro prosecuzione.

Va a questo punto rilevato che le comunicazioni che viaggiano su Internet non devono essere necessariamente individualizzate, in quanto sono possibili, anche comunicazioni standardizzate, purché finalizzate a stabilire un rapporto tra operatore finanziario ed investitore.

Questo rilievo introduce alla funzione che la Consob riserva ai promotori finanziari. Sancisce l'art. 76 del Regolamento, al comma 1°, che nella promozione e nel collocamento mediante tecniche di comunicazione a distanza che consentono una comunicazione individualizzata ed una interazione immediata con l'investitore, i soggetti abilitati devono avvalersi di promotori finanziari e che l'obbligo di utilizzo dei promotori finanziari non sussiste ove la attività di promozione e di collocamento sia svolta su iniziativa dell'investitore, a condizione, però, che tale iniziativa non sia stata sollecitata con messaggi a lui personalmente indirizzati. Questa ultima ipotesi si riferisce alla offerta tipica a distanza tramite Internet, ipotesi che presuppone che l'offerta sia depositata in sito *web*, cui i potenziali investitori possono liberamente accedere senza che siano stati in precedenza personalmente sollecitati.

Il Regolamento della Consob n. 11522, inoltre, al secondo comma dell'art. 75, sancisce che le informazioni ed i chiarimenti dovuti agli investitori devono essere forniti in modo chiaro e comprensibile con modalità adeguate alle caratteristiche della tecnica di comunicazione a distanza impiegata. Si tratta di un principio ineccepibile, che ha una valenza generale applicabile, non solo all'attività promozionale degli operatori finanziari, ma anche a tutte le successive fasi della attività di investimento. Al terzo comma, lo stesso articolo, infine, con riguardo alla possibilità che la rete Internet consente di scaricare nel proprio personal computer il contenuto dei documenti attraverso di essa trasmessi e, successivamente, di stamparli, dispone che i documenti inerenti ai servizi di investimento che devono essere consegnati agli investitori o da quest'ultimi rilasciati possono essere trasmessi anche mediante l'utilizzo di tecniche di comunicazione a distanza, purché le caratteristiche di quest'ultime siano con ciò compatibili e consentano ai destinatari dei documenti di acquisirne la disponibilità su supporto duraturo.

### 3. I SERVIZI DI INVESTIMENTO.

#### 3.1. I SERVIZI DI INVESTIMENTO ED I SERVIZI ACCESSORI.

Il legislatore ha rinunciato, in ciò del resto aderendo all'impostazione delle Direttive comunitarie, ad una definizione generale dei servizi di investimento, limitandosi ad elencare una serie di attività che abbiano ad oggetto strumenti finanziari, elenco che può essere ampliato dal Ministero del Tesoro con regolamento adottato sentito la Banca d'Italia e la Consob ai sensi dell'art. 18, comma 5° lettera a)<sup>7</sup>.

---

<sup>7</sup> BUONOCORE, *op. cit.*, 789 e ss.; RABITI BEDOGNI, *Il Testo Unico dell'intermediazione finanziaria*, *op. cit.*, 18 e ss.

I servizi di investimento ricompresi nell'elenco di cui all'art. 1, comma 5° del TUF, sono i seguenti:

- a) negoziazione per proprio conto, ossia l'attività di acquisto e di vendita per proprio conto di strumenti finanziari allo scopo di realizzare una differenza tra i prezzi di acquisto e quelli di vendita;
- b) negoziazione per conto terzi, ossia una attività di vendita di strumenti finanziari anche a nome proprio ma per conto altrui che trova il proprio corrispettivo non nella differenza tra prezzo di acquisto e prezzo di vendita, ma nella provvigione che l'interessato versa al *broker* per il servizio reso;
- c) il collocamento di strumenti finanziari, ossia l'attività diretta a far acquistare dai risparmiatori nuovi titoli o titoli già emessi;
- d) la gestione su base individuale di portafogli di investimento per conto terzi;
- e) la ricezione e trasmissione di ordini, ossia l'attività di chi si limita a ricevere e trasmettere al negoziatore gli ordini di acquisto e di vendita provenienti dai clienti, nonché la mediazione o brokeraggio puro che consiste in una attività che corrisponde esattamente a quella prevista dall'art. 1554 cod. civ.

L'art. 1 del TUF, al comma 6°, si occupa dei servizi accessori, di cui fornisce un elenco: fra di essi, meritano di essere menzionati, la custodia e l'amministrazione di strumenti finanziari, la concessione di finanziamenti agli investitori per consentire loro di effettuare operazioni relative a strumenti finanziari nelle quali interviene il soggetto che concede il finanziamento, la consulenza in materia di investimento di strumenti finanziari.

Quanto ai soggetti abilitati a svolgere in via professionale e nei confronti del pubblico tutti i servizi di investimento sopraelencati, essi sono, ai sensi del 1° comma dell'art. 18 del TUF, che non introduce novità rispetto a quanto previsto dall'art. 2 comma 1 del precedente decreto legislativo n. 415/96, le imprese di investimento, categoria questa comprensiva delle SIM e delle imprese di investimento comunitarie ed extracomunitarie, e le banche.

Circa lo svolgimento dei servizi, il legislatore, all'art. 21 del TUF, enuncia alcuni criteri generali che si risolvono in regole di comportamento dirette ai soggetti abilitati, alle quali costoro devono attenersi nella prestazione dei servizi di investimento e di quelli accessori. Ci soffermeremo particolarmente su quelle che riguardano più direttamente i rapporti con i clienti. Nella prestazione dei servizi, imprese e banche devono comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza nell'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati ed, inoltre, devono acquisire le informazioni necessarie dai clienti ed operare in modo che essi siano sempre adeguatamente informati. Quest'ultima regola, in sostanza, comprende due precetti: il primo comporta il dovere degli intermediari di informarsi sul tipo di cliente, l'altro precetto concerne il dovere dell'operatore di informare il cliente in ordine alle forme di investimento più convenienti per lui. Questo ultimo dovere ha, evidentemente, uno spessore maggiore rispetto a quello che inerte alle regole di correttezza che il codice civile prescrive in materia contrattuale, sia relativamente alla fase precontrattuale, che in quella relativa alla esecuzione<sup>8</sup>.

<sup>8</sup> BUONOCORE, *op. cit.*, 796.

Le altre regole di comportamento fanno obbligo ai soggetti abilitati di organizzarsi in modo tale da evitare conflitti di interessi con i clienti, di disporre di risorse e procedure in modo da assicurare l'efficiente svolgimento dei servizi, di svolgere una gestione indipendente, sana e prudente.

La Consob, con il regolamento 11522, ha introdotto all'art. 26 ulteriori regole di comportamento di carattere generale rivolte agli intermediari autorizzati, le quali, nel rispetto dei principi espressi nell'art. 21, 1° comma, del TUF, fra l'altro, impongono agli investitori autorizzati di astenersi da ogni comportamento che possa avvantaggiare un investitore a danno di un altro, di eseguire con tempestività le disposizioni loro impartite dagli investitori e, soprattutto, fanno carico agli intermediari autorizzati di acquisire una conoscenza degli strumenti finanziari, dei servizi, nonché dei prodotti diversi dai servizi di investimento, propri o di terzi, da essi stessi offerti adeguata al tipo di prestazione da fornire.

Lo stesso regolamento si preoccupa anche di fissare specifici criteri per dirimere i conflitti di interesse che eventualmente possono insorgere tra gli intermediari autorizzati e gli investitori e per fronteggiare le operazioni non adeguate (rispettivamente, artt. 27 e 28).

Sempre il detto regolamento, all'art. 28, dettaglia l'importante regola fissata dall'art. 21 del TUF, che impone agli intermediari autorizzati di acquisire le informazioni dai clienti, prescrivendo che gli intermediari autorizzati, prima di iniziare la prestazione dei servizi di investimento, devono chiedere all'investitore notizie circa la sua esperienza in materia di investimenti in strumenti finanziari, i suoi obiettivi di investimento, nonché circa la sua propensione al rischio. L'eventuale rifiuto di fornire le notizie richieste deve risultare dal contratto o da apposita dichiarazione sottoscritta dall'investitore. Gli intermediari devono, altresì, consegnare agli investitori un documento sui rischi generali agli investimenti in strumenti finanziari il cui facsimile è riportato nell'allegato n. 3 al regolamento.

Ma la Consob, oltre a tali disposizioni generali che riguardano tutti i servizi di investimento principali ed accessori, ha provveduto a dettare norme specifiche con riguardo alla prestazione di singoli servizi principali, quali la negoziazione, la ricezione e trasmissione di ordini, e per la prestazione di servizi accessori quale la concessione di finanziamenti.

### 3.2. I CONTRATTI DI INTERMEDIAZIONE FINANZIARIA.

Sotto il profilo contrattuale si suole ricondurre le prestazioni dei servizi di investimento e di quelli accessori alla categoria dei contratti di intermediazione finanziaria.

Dal punto di vista delle modalità di conclusione di tali contratti, l'art. 23 comma 1 del TUF richiede la forma scritta e, altresì, la consegna di un esemplare del contratto al cliente.

Naturalmente, i contratti di intermediazione finanziaria possono essere conclusi anche per via telematica e, quindi, tramite la via maestra di Internet.

Il legislatore, nel disporre che un esemplare del contratto venga consegnato al cliente, consegna che, quindi, può avvenire anche successivamente alla conclusione dello stesso, ha modificato la precedente prescrizione legislativa che imponeva la consegna contestuale al cliente della copia del contratto; con ciò il TUF è venuto incontro alle esigenze inerenti alla stipulazione dei contratti per via telematica, che va sempre più diffondendosi, la quale prescinde dalla simultanea presenza fisica dei contraenti.



Va precisato, peraltro, che, nella norma in questione, si parla di esemplare, anziché di copia da consegnare al cliente, diversamente da quanto disponeva il legislatore precedente, che faceva riferimento invece alla copia; ma per disporre di due esemplari, occorre redigere due atti originali del negozio, il che, crea qualche complicazione. Opportunamente, quindi, il Regolamento della Consob del 1° luglio 1998 n. 11522, all'art. 30, nel ribadire la regola del rilascio al cliente del documento contrattuale, fa menzione non dell'esemplare, ma di una copia<sup>9</sup>.

Il citato Regolamento della Consob, infine, all'art. 30, identifica alcuni contenuti che devono essere inclusi nei contratti di intermediazione finanziaria e in quelli accessori, fatta eccezione per il contratto accessorio della concessione di finanziamenti agli investitori; tali contratti devono specificare i servizi forniti e le loro caratteristiche, stabilire il periodo di validità e le modalità di rinnovo del contratto, le modalità attraverso cui l'investitore può impartire ordini e istruzioni, prevedere il tipo e i contenuti della documentazione da fornire, disciplinare le modalità di costituzione e ricostituzione della provvista o garanzia delle operazioni disposte.

È lecito chiedersi che cosa accade se l'intermediario omette di inserire nel contratto tali indicazioni. Non vi è dubbio che una inosservanza del genere può condurre a sanzioni amministrative a carico dell'intermediario, ma, resta da stabilire se, ed in quali limiti, essa incide sulla validità del negozio. Crediamo che non si possa giungere ad una soluzione unitaria e si debba valutare l'inosservanza in relazione ad ogni singola disposizione. Così, nell'ipotesi di mancata specificazione dei servizi da fornire, non potendosi individuare l'oggetto del contratto, la conseguenza non potrebbe essere che la nullità del contratto, in mancanza appunto di un requisito essenziale dello stesso. Se, invece, non viene, per esempio, stabilita la durata del contratto, la conseguenza non può essere quella della nullità, ma, semplicemente, quella della trasformazione del contratto da contratto a termine a contratto a tempo indeterminato con libertà di recesso. Infine, la violazione di altre disposizioni, come la mancata indicazione del tipo e dei contenuti della documentazione da fornire o, la mancata indicazione delle modalità di costituzione o ricostituzione della provvista, darebbero luogo soltanto ad una questione di inadempienza contrattuale<sup>10</sup>.

#### 4. LA INTERMEDIAZIONE FINANZIARIA TRAMITE INTERNET.

##### 4.1. LA NEGOZIAZIONE DEGLI STRUMENTI FINANZIARI E L'IMPIEGO DI INTERNET.

Il contratto di negoziazione di strumenti finanziari deve rispondere a tutti i requisiti di forma e di sostanza che connotano i contratti di intermediazione finanziaria, nella quale categoria esso rientra. E la relativa atti-

<sup>9</sup> RABITTI BEDOGNI, *Il Testo Unico dell'intermediazione finanziaria*, op. cit., 204 e ss.; GAGGERO, *Commento alla disciplina*

*dei servizi d'investimento nel settore dei lavori mobiliari*, in *I Contratti*, 1996, 514.

<sup>10</sup> SALANITRO, op. cit., 178 e ss.

vità di negoziazione deve essere svolta dagli intermediari autorizzati nel rispetto delle regole di comportamento enunciate nelle disposizioni generali sopra illustrate. Ma in più, come già accennato, nell'esercizio di tale attività, gli intermediari autorizzati devono osservare ulteriori regole di comportamento, riportate nell'art. 32 del regolamento n. 11522, che attengono specificamente alla negoziazione di strumenti finanziari, e, conseguentemente, essi devono: eseguire gli ordini rispettando la priorità di tempo nella loro ricezione, comunicare prontamente all'investitore il rifiuto di eseguire un ordine, eseguire le negoziazioni alle migliori condizioni possibili con riferimento al momento, alle dimensioni ed alla natura delle operazioni stesse, tener conto ai fini della individuazione delle migliori condizioni possibili, dei prezzi pagati o ricevuti o di altri oneri sostenuti direttamente od indirettamente dall'investitore, far pagare all'investitore, nella prestazione del servizio di negoziazione per conto terzi, ferma restando l'applicazione delle commissioni e delle spese, esclusivamente il prezzo ricevuto o pagato dall'intermediario.

Anche per i contratti di ricezione e trasmissione di ordini, che si accompagnano a quelli di negoziazione, la Consob, con il Regolamento n. 11522, all'art. 33, impartisce agli intermediari autorizzati più specifiche regole di condotta, le quali prescrivono: di trasmettere tempestivamente gli ordini nello stesso ordine con cui sono stati ricevuti, con il divieto di compensare ordini di segno opposto, di raggruppare, in caso di ordini di compravendita, al momento di trasmetterle al negoziatore, i singoli ordini ricevuti dagli investitori quando ciò sia compatibile con la natura degli ordini stessi e le modalità di funzionamento del mercato su cui detti ordini devono essere eseguiti non comportino la formazione di prezzi riferiti a singole contrattazioni, di comunicare immediatamente all'investitore il rifiuto di trasmettere un ordine.

Per quanto attiene specificamente alla ricezione degli ordini da parte degli intermediari autorizzati, ci sembra utile richiamare l'art. 60 del Regolamento 11522 della Consob, il quale, al primo comma, dispone che « *nella prestazione dei propri servizi, gli intermediari autorizzati rilasciano agli investitori, all'atto del ricevimento degli ordini presso la propria sede legale o le proprie dipendenze, una attestazione cartacea contenente: a) il nome dell'investitore; b) l'orario, qualora rilevante con riferimento alle modalità di esecuzione, e la data di ricevimento dell'ordine; c) gli elementi essenziali dell'ordine e le eventuali istruzioni accessorie* ».

A proposito di tale disposizione, è stata rivolta alla Consob, da parte di un intermediario autorizzato (nella specie una banca) il quesito di come conciliare la detta disposizione, che prevede che l'attestazione degli ordini avvenga con strumento cartaceo, con la circostanza che la ricezione degli ordini stessi tramite Internet costituisce modalità di prestazione del servizio di negoziazione sicuramente ammessa, in ragione dell'ampia discrezionalità nella definizione dei modi di svolgimento della propria attività che la disciplina del settore accorda agli intermediari autorizzati.

Al quesito la Consob ha risposto con la Comunicazione n. DI/98063298 del 30 luglio 1998 nella quale, premesso che la mancata previsione espressa (dell'utilizzo di Internet) nel primo comma dell'art. 60, richiede di valutare la possibilità di applicare in via analogica la regola contenuta nella detta disposizione, ha ritenuto che, poiché l'utilizzo della rete Internet rende tecnicamente possibile la trasmissione al cliente, all'atto di ricevimento dell'ordine di una attestazione completa di tutti gli elementi richiesti dal primo comma dell'art. 60, all'intermediario autorizzato è consentito rilasciare

a cliente l'attestazione di cui trattasi avvalendosi della stessa rete Internet, con l'avvertenza che le modalità tecnica utilizzate dovranno permettere al cliente di acquisire la disponibilità dell'attestazione su supporto duraturo.

Nei contratti di negoziazione e di ricezione e trasmissione di ordini stipulati con gli investitori, gli intermediari autorizzati richiamano le disposizioni normative e regolamentari che siamo venuti analizzando, riguardanti la condotta che essi sono tenuti a seguire. Inoltre, essi sono soliti introdurre in tali contratti anche clausole dirette, da un lato, a definire, con maggiori dettagli, alcuni aspetti dell'attività di negoziazione e di ricezione e trasmissione di ordini e, dall'altro, a tutelarsi da eventuali azioni di responsabilità, clausole che si rapportano alle tecnologie di comunicazione a distanza.

Così, per quanto riguarda la forma con la quale vanno conferiti gli ordini, in alcuni moduli contrattuali in circolazione, si rinviene una clausola del seguente letterale tenore: *«gli ordini vengono conferiti per iscritto; qualora gli ordini vengono impartiti telefonicamente, la SIM li registra su nastro magnetico o su altro supporto equivalente. Il cliente si dichiara informato del fatto che l'intermediario registra le relative conversazioni telefoniche. Per gli ordini via Internet, la SIM rilascerà una attestazione relativa all'ordine ricevuto e riportante tutte le caratteristiche necessarie mediante lo stesso strumento»*.

Con riguardo poi alla responsabilità cui gli intermediari possono andare incontro nell'esecuzione degli ordini, è in uso adottare una clausola così concepita: *«l'intermediario non è responsabile della mancata esecuzione degli ordini dovuti ad impossibilità ad operare derivante da cause ad esso non imputabili o in ogni caso a ritardi dovuti a malfunzionamento del mercato, mancata o irregolare trasmissione delle informazioni o a cause al di fuori del suo controllo, inclusi, senza limitazioni, ritardi o cadute di linea del sistema o altri inconvenienti dovuti a interruzioni, sospensioni, guasti, malfunzionamento o non funzionamento degli impianti telefonici o elettronici, controversie sindacali, forza maggiore, scioperi. In tali casi, l'intermediario informerà immediatamente il cliente della impossibilità di eseguire gli ordini e, salvo che il cliente non li abbia tempestivamente revocati, procederà alla loro esecuzione entro il giorno di ripresa dell'operatività»*.

Nella clausola sopra riportata, come si può notare, si fa riferimento, in ordine all'esonero della responsabilità dell'intermediario autorizzato, a *«mancata o irregolare trasmissione dell'informazione, inclusi senza limitazioni, ritardi o cadute di linea del sistema o ad altri inconvenienti dovuti ad interruzioni, sospensioni, guasti, malfunzionamento o non funzionamento degli impianti telefonici od elettronici»*. Avendo toccato il tasto della responsabilità dei soggetti abilitati, va richiamata la norma adottata in materia dall'art. 23, sesto comma del TUF, alla stregua della quale *«nei giudizi di risarcimento dei danni cagionati al cliente nello svolgimento dei servizi di investimento e di quelli accessori, spetta ai soggetti abilitati l'onere della prova di aver agito con la specifica diligenza richiesta»*. Si tratta di una norma di diritto speciale. Non va, però, dimenticato che il cliente è legato all'intermediario autorizzato da un rapporto contrattuale che sottostà al diritto comune, nel quale vige il principio, sancito dall'art. 1218 cod. civ. che, *«in caso di inadempimento il debitore è tenuto al risarcimento dei danni se non prova che l'inadempimento è stato determinato da impossibilità della prestazione derivante da causa a lui non im-*

*putabile* ». Al riguardo, è stato osservato in dottrina che la norma speciale in esame riproduce il criterio di ripartizione degli oneri proprio della responsabilità contrattuale, ma non per questo va considerata superflua atteso che essa contribuisce a dare certezza, nell'interesse sia dell'intermediario che del cliente, al contenuto dell'onere probatorio che incombe sul primo eliminando gran parte dei dubbi che solleva la norma di diritto comune<sup>11</sup>. Quanto alla diligenza che è lecito attendersi dall'intermediario, essa è diversa da quella esigibile dal debitore comune, in quanto si caratterizza in senso professionale<sup>12</sup>.

L'investitore che intende negoziare strumenti finanziari tramite Internet, dovrà sottoscrivere un contratto di negoziazione al quale si accompagnerà anche un contratto di ricezione e trasmissione di ordini, nonché il contratto accessorio di custodia ed amministrazione ed, eventualmente, quello della concessione di un finanziamento.

Questi contratti l'investitore li stipulerà con una impresa di investimento che sia attrezzata a svolgere la propria attività con le tecniche telematiche via Internet. Ai detti contratti, destinati ad essere riversati in un unico documento negoziale, potrà aggiungersi anche il contratto avente ad oggetto il servizio accessorio della fornitura di notizie finanziarie.

La negoziazione di strumenti finanziari via Internet consente agli investitori di effettuare le operazioni di acquisto e di vendita in tempo reale e, quindi, di partecipare alla dinamica del mercato con quella immediatezza richiesta dalle oscillazioni delle quotazioni, sempre più marcate, che caratterizzano ormai i mercati mobiliari.

Considerato, poi, che ai potenziali investitori si offre la possibilità, tramite Internet, di scegliere tra le varie offerte che vengono pubblicizzate sulla rete, si viene a determinare una situazione concorrenziale fra gli operatori finanziari, che conduce inevitabilmente all'abbassamento delle commissioni. Infine, tramite Internet, è possibile accedere anche ai mercati esteri e, quindi, per quanto riguarda l'Italia, effettuare investimenti nelle borse europee ed americane.

Si è indotti a ritenere che l'investitore telematico, per il fatto che, adottando le tecniche della comunicazione a distanza, gode consapevolmente dei vantaggi sopra elencati, sia più evoluto rispetto all'investitore che opera attraverso i canali tradizionali<sup>13</sup>. Ma, a prescindere dal merito di questo rilievo, è certo che l'investitore telematico ha maggiore possibilità di essere informato che non l'investitore tradizionale. Infatti, proprio in virtù delle caratteristiche di Internet, il suo bagaglio informativo non è circoscritto alle notizie che gli forniscono gli intermediari cui egli si rivolge, i quali possono avere interesse a suggerirgli certe operazioni anziché altre, ma ha la possibilità di attingere alle notizie ed alle informazioni che gli occorrono dai *related links* e, quindi, può procedere agli opportuni raffronti e, soprattutto, può visitare siti predisposti dalle *Authority* che rendono disponibili una serie di informazioni, anche statistiche, utili per operare adeguate scelte di investimento.

<sup>11</sup> BUONOCORE, *op. cit.*, 799.

<sup>12</sup> RABITTI BEDOGNI, *Il Testo Unico dell'intermediazione finanziaria*, *op. cit.*,

217; CARBONETTI, *I contratti di intermediazione mobiliare*, 1992, Milano, 68.

<sup>13</sup> DE LORENZO - FABRIZIO, *op. cit.*, 492.

Per quanto poi concerne gli intermediari autorizzati che operano attraverso Internet, un recente studio ha proposto una loro classificazione che, anche se discutibile, merita di essere menzionata:

- a) gli operatori sani che dispongono di un certo capitale reputazionale o che tendono a costruirlo e che agiscono con una ottica di medio-lungo periodo in modo di soddisfare la propria clientela e di attrarne di nuova;
- b) gli operatori criminali il cui controllo, nonostante l'attività di vigilanza esercitata dalle autorità competenti, è nelle mani di gruppi mafiosi;
- c) gli intermediari fraudolenti che sorgono con una ottica di breve periodo e mirano a guadagni illeciti a scapito della propria clientela;
- d) infine, gli operatori marginali con scarse quote di mercato e scarso capitale reputazionale, che sono destinati prima o poi ad ingrossare le fila degli operatori fraudolenti<sup>14</sup>.

La proposta tipologia degli intermediari finanziari che operano attraverso Internet, può apparire troppo cruda, ma essa sta a segnalare che le nuove tecniche di comunicazione a distanza, nel mentre assicurano agli investitori rilevanti vantaggi, si prestano anche ad usi impropri che spesso sfociano nell'illecito; di qui la necessità di una rigorosa regolamentazione delle attività svolte con l'impiego di tali tecniche e di una attenta vigilanza sullo svolgimento delle stesse.

#### 4.2. IL DAY TRADING ON LINE.

La trattazione dell'argomento non sarebbe completa se non si accennasse al fenomeno del *day trading on line* che, per l'interesse che ha suscitato nel pubblico, è oramai sulle pagine dei quotidiani. Ma al fenomeno occorre guardare, non solo dal compiaciuto punto di vista delle statistiche che lo danno in continua ascesa, ma anche, con la dovuta attenzione che merita il problema della tutela degli investitori che operano come *day trader*.

È noto che il *day trading* viene generalmente praticato da impiegati part-time, casalinghe, pensionati, studenti e da chi in effetti non lavora tutti i giorni ed ha tempo a disposizione. Questi soggetti, stando a casa attivano il loro computer e, per lunghe ore della giornata, si connettono ad Internet e si collegano al sito del *broker* prescelto. Naturalmente, non tutti i *day trader* appartengono a questi gruppi sociali: vi sono, infatti, anche professionisti del settore che si sono messi in proprio ed hanno attrezzato l'abitazione od un apposito ufficio per svolgere l'attività di *trading* per conto di banche, di società o di privati. Infine, non vanno dimenticati gli investitori abituali che prima dell'avvento di Internet operavano attraverso i canali tradizionali e che si sono convertiti alle nuove tecniche di comunicazione a distanza, perché pagano commissioni dimezzate, dispongono di informazioni continuamente aggiornate on line e, poiché le contrattazioni avvengono in tempo reale, possono assumere tempestivamente le determinazioni che si rendessero utili; essi usano tali tecniche con misura,

<sup>14</sup> DE LORENZO - FABRIZIO, *op. cit.*, 436 e ss.

sulla base di scelte ragionate, senza che tale uso diventi per loro un impegno quotidiano assorbente.

Per tracciare l'identikit dell'odierno *day trader* on line, basta riferirsi ad un soggetto che non dispone di una esperienza già acquisita in materia di strumenti finanziari, ha molto tempo a disposizione, tempo che dedica giornalmente all'attività di *trading*, che, attratto dal miraggio di facili profitti, per poter mettere a segno un minimo di guadagno giornaliero, è indotto a comprare e vendere ininterrottamente per ore, che, infine, poiché l'arco della giornata, rappresenta di norma il suo orizzonte operativo, di fronte al cumularsi di perdite, non è psicologicamente preparato ad attendere condizioni di mercato più favorevoli per recuperarle.

Si pone allora il problema di come tutelare adeguatamente questa miriade di accaniti investitori che attraverso Internet tentano l'avventura della borsa, con il rischio di vedersi bruciati i loro risparmi e, nei casi più gravi, ridotti in condizione di marginalità economica.

La normativa in vigore e l'attività di vigilanza esplicata attualmente dalle autorità competenti non ha ancora assimilato la novità del fenomeno del *day trading*. Ma il problema si pone, anche se in Italia, rispetto agli altri paesi, non è così urgente, in considerazione della più limitata diffusione di Internet e della non grande dimensione dei nostri mercati mobiliari, per cui il fenomeno del *day trading* resta ancora contenuto.

È interesse delle imprese di intermediazione sane ed efficienti di prepararsi ad affrontare il problema, mettendo fin da ora in cantiere lo studio delle misure di tutela più idonee da adottare. Attualmente, secondo le norme in vigore, di cui innanzi si è fatta menzione, l'intermediario autorizzato, oltre a fornire all'investitore adeguate informazioni e a consegnargli i documenti predisposti dalla Consob concernenti i rischi relativi alle varie forme di investimento, deve chiedere all'investitore notizie circa la sua esperienza in materia di investimenti in strumenti finanziari, la sua situazione finanziaria, i suoi obiettivi di investimento, nonché la sua propensione al rischio.

Dell'adempimento di tale obbligo, l'intermediario autorizzato deve farne menzione nel contratto di negoziazione. Ma il rilascio delle predette informazioni da parte del cliente, costituisce una ben debole difesa per l'aspirante *day trader*. Invero, è da mettere in conto che costui, attratto dal miraggio di facili guadagni fornisca all'intermediario autorizzato, informazioni non corrispondenti al vero, rimanendo così egli stesso vittima del suo inganno. E l'operatore finanziario, non avendo gli strumenti per svolgere i controlli al riguardo, deve stare al gioco. Ed anche se esso, prudenzialmente, nei casi dubbi, rifiutasse la richiesta dell'aspirante *trader* di usufruire del servizio di *trading on line*, non è da escludere che altro *broker*, meno scrupoloso, possa accoglierla.

Per il futuro si potrebbe ipotizzare un training degli aspiranti *day trader on line*, cioè si potrebbero attivare per essi brevi corsi per prepararli all'attività che intendono intraprendere, addestrandoli sia sotto il profilo psicologico, sia sotto quello tecnico e quello finanziario. Si tratterebbe di corsi gratuiti che potrebbero essere organizzati o da singole imprese di intermediazione o da gruppi di esse consorziate, naturalmente sotto la vigilanza delle autorità competenti. La frequenza ai corsi dovrebbe essere volontaria; renderla obbligatoria a tutti coloro che sono sprovvisti di una certificata qualificazione professionale in materia, provocherebbe fortissimi resistenze, finirebbe per ingessare l'attività della intermediazione finanziaria e sottoporrebbe gli interessati a controlli, mal tollerati.

Nell'ottica dell'autotutela risaltano alcune misure in atto che meritano di essere segnalate. Qualche banca propone dei test attitudinali, per cui, visitando l'apposito sito, si può scoprire, sottoponendosi ad un semplice test, la propria reale propensione al rischio e, di conseguenza, quale è il portafoglio ideale su cui puntare. Sono stati costituiti, poi, i cosiddetti club degli investitori che offrono ai propri soci un servizio di consulenza via *web* svolto da esperti analisti, la possibilità, per coloro che sono alle primi armi, di frequentare corsi interattivi sulla finanza on line e, persino, di partecipare, a forum nei quali i soci mettono a confronto le proprie opinioni e le proprie esperienze.

In ogni caso, una misura da mettere allo studio, che non inciderebbe negativamente sul mercato ed, anzi, ne stimolerebbe il buon funzionamento, potrebbe far leva sulla concessione di una speciale autorizzazione da rilasciare a quelle imprese di intermediazione che intendono operare tramite Internet e che, per il modo in cui sono organizzate, per le procedure che adottano e per i sani criteri di gestione seguiti, offrono ampie garanzie di essere in grado di selezionare i soggetti che intendono dedicarsi al *day trading*.