

MARIO STELLA RICHTER *jr*

PRIME OSSERVAZIONI SU INTERMEDIAZIONE FINANZIARIA ED INTERNET

SOMMARIO: 1. Premesse. — 2. Alcune esperienze di utilizzazione dell'internet nella intermediazione finanziaria. — 3. Internet e diritto dei mercati finanziari. — 4. Internet e diritto delle società. — 5. Considerazioni di sintesi.

I. PREMESSE.

Già dal punto di vista ortografico *intermediazione finanziaria* ed *internet*¹ — i due termini tra i quali si muovono le mie osservazioni — mostrano significativi collegamenti. Il nesso consiste nel prefisso *inter-* idoneo, a sua volta, a suggerire, all'interno delle due realtà, il carattere del tramite, della relazione, della connessione, del collegamento, appunto (oltre che della posizione della cosa entro limiti di *spazio*: e sul punto si dirà meglio subito appresso).

Si ha perciò a che fare con una sorta di collegamento di secondo grado, di collegamento, cioè, tra collegamenti.

* È la relazione (con aggiunti in nota gli essenziali riferimenti) svolta a Roma il 17 febbraio 2000, presso l'ISLE-Istituto per la documentazione e gli studi legislativi.

Il lavoro vuole essere dedicato al Prof. Vittorio Frosini, che ha studiato i problemi giuridici dei fenomeni del futuro con rigore, stile e consapevolezza del passato.

¹ Il sostantivo inglese, composto di *inter-* e *net(work)*, è entrato a far parte anche della nostra lingua, dove viene usato al femminile (cfr. gli *Addenda al Vocabolario della lingua italiana* di A. DURO, Roma, Istituto della Enciclopedia italiana, 1997, p. 42, *ad vocem*). Tra le due possibili grafie (*Internet* e *internet*) si preferisce la seconda, in ragione della regola generale

secondo la quale i nomi comuni (o denominazione generiche) in italiano presentano la iniziale minuscola.

Appena il caso di aggiungere che al pari di ogni altra parola utilizzata nella nostra lingua essa deve essere preceduta (ove ciò sia richiesto dalle generali regole della sintassi italiana) dall'articolo determinativo o dalla preposizione articolata (da ultimo v., correttamente, V. FROSINI, *L'orizzonte giuridico dell'internet*, in *Dir. informazione e informatica*, 2000, p. 271 ss.). È quindi inspiegabile (ancorché diffuso) il costume di omettere sistematicamente tali articoli e preposizioni quando si parli (o scriva) di internet. Costume, peraltro, tutto italiano, non essendo affatto seguito in inglese ed in tedesco.

Il collegamento tra i due termini del binomio va, quindi, oltre la mera assonanza e riposa anche sul piano dei concetti. Approfondendo questo aspetto, ci si avvede, allora, che le due nozioni sono strettamente collegate, in guisa di epifenomeni, a quella di « spazio » (ed in questo senso è di nuovo significativo l'uso del prefisso *inter-*): mentre l'*internet* è il prototipo dello *spazio cibernetic* (o *ciberspazio*²); l'intermediazione finanziaria rappresenta il primato dello *spazio del mercato* (perché il mercato è appunto un luogo³ e quindi « spazio »⁴). Nell'uno e nell'altro caso abbiamo a che fare con uno spazio in cui si dislocano delle relazioni, delle reti: nel caso dell'*internet* una rete globale di reti relative (a elaboratori elettronici, sistemi telefonici tradizionali, sistemi telefonici mobili e sistemi televisivi⁵)⁶; nel caso del mercato finanziario una rete di domande ed offerte, negoziazioni, appunto (o come con parola di ispirazione anglosassone va di moda dire: transazioni), ed ancor prima sollecitazioni all'investimento e, cioè, inviti ad offrire.

Ma il grado di interrelazione tra intermediazione finanziaria ed *internet* è destinato ad aumentare sol che si passi dalla analisi delle parole, e dei concetti da queste evocate, a quella dei fatti.

È di questi giorni la notizia, riportata dalle prime pagine di tutti i giornali del mondo⁷, secondo la quale la stabilità dei mercati finanziari (o per meglio dire del mercato finanziario globale) è stata messa a repentaglio dalla efficienza dei sistemi informatici preposti alla utilizzazione dell'*internet*. « Bloccare » o « oscurare » « Yahoo! » (un motore di ricerca, la prima delle porte virtuali di accesso al tempio dell'*internet*, che offre ogni giorno ai suoi clienti qualcosa come 465 milioni di pagine di informazioni), oppure « Cnn.com » (un « sito » di informazioni), ovvero negozi virtuali come « Amazon.com », « Datatek.com », « Zdnet.com », o anche supermercati (« Buy.com »), case d'aste (« eBay.com ») e agenzie di investimenti (« E-trade.com ») significa deprimere la intermediazione finanziaria in quasi tutto il mondo.

² Appunto, secondo la definizione corrente, « lo spazio virtuale nel quale utenti (e programmi) connessi fra loro attraverso una rete telematica (per es., *internet*) possono muoversi e interagire per gli scopi più diversi ... » (così negli *Addenda*, cit., p. 13).

³ Sempre artificiale, talvolta (ed anzi tradizionalmente) anche fisico: cfr. ad esempio N. IRTI, *L'ordine giuridico del mercato*, Roma-Bari, 1998, spec. p. 67, e poi ID., *Diritto e mercato*, in AA.VV., *Il dibattito sull'ordine giuridico del mercato*, Roma-Bari, 1999, p. XV.

⁴ Da ultimo G. ALPA, *Cyber Law. Problemi giuridici connessi allo sviluppo di in-*

ternet, in *Nuova giur. civ. comm.*, 1998, II, p. 385 ss., a p. 386.

⁵ Così G. ALPA, *Cyber Law*, cit., p. 385.

⁶ E cfr. pure la definizione contenuta nella voce *internet* degli *Addenda al Vocabolario della lingua italiana*: « vasto insieme di reti di elaboratori interconnesse tra loro in modo che ciascun utente, che possiede gli opportuni codici di accesso, possa collegarsi alla rete e utilizzarne le risorse ».

⁷ E su cui v. le riflessioni di S. RODOTÀ, *Quando Internet diventa una prateria*, in *La Repubblica* del 15 febbraio 2000, pp. 1 e 15.

D'altra parte, l'incidenza dell'internet sulle borse mondiali non è solo nel senso negativo testé accennato. È un luogo comune, con l'inevitabile pericolosità riconnessa ad ogni luogo comune, quella per cui siano i titoli di società comunque coinvolte nell'internet a dovere essere acquistati, in modo da far sì che siano gli stessi a determinare la crescita di molti dei mercati finanziari e l'accumulazione di fantastiche fortune in capo ai soci fondatori ed ai primi investitori di quelle realtà societarie (gli esempi anche limitandoci a realtà a noi vicine non mancano: sono a tutte note le fantastiche e fantasmagoriche *performances* di titoli come: Class; Tiscali; Seat-Pagine gialle; Mediaset; ecc.).

Sicché, in definitiva, è tutt'altro che esagerato affermare che buona parte delle sorti dei mercati finanziari dipendano oggi, nel bene come nel male, dall'internet.

2. ALCUNE ESPERIENZE DI UTILIZZAZIONE DELL'INTERNET NELLA INTERMEDIAZIONE FINANZIARIA.

Richiamate queste significative ed anzi decisive interrelazioni, diviene necessario capire quali fenomeni dell'internet reclamino una disciplina da parte del diritto dei mercati finanziari.

Un esempio, d'altronde tradizionalmente utilizzato dagli autori che si sono occupati del tema⁸, potrà aiutare nella redazione del catalogo. Mi riferisco alla prima collocazione di prodotti finanziari per mezzo dell'internet, che ha avuto luogo nel 1996 ad opera di una piccola società newyorkese produttrice di birra, la « Spring Street Brewing Corporation ». Fondata quattro anni prima, questa società è riuscita a raccogliere sottoscrizioni del suo capitale di rischio per un totale di 1.600.000 dollari tra circa 3.500 investitori, senza fare ricorso ad alcun intermediario e avvalendosi di una esenzione dalla registrazione presso la SEC per l'emissioni inferiori ai 5 milioni di dollari (c.d. *Regulation A*). Per fare ciò, la Spring Street Brewing Co. creò semplicemente una « pagina » sulla rete (*world wide web*), dalla quale gli investitori potevano « scaricare » i documenti contenenti i termini della offerta (pubblica) di sottoscrizione delle azioni di nuova emissione (offerte in sottoscrizione a 1.85 \$ ciascuna). L'importanza di questa operazione con-

⁸ J.C. COFFEE jr, *The « Virtual Revolution »: The Impact of Internet on Modern Securities Regulation*, in *La regolamentazione dei mercati finanziari: problemi attuali e prospettive future*, Quaderni di finanza della Consob, n. 23 (dicembre 1997), p. 7 ss., a p. 10 s.; A. ZOPPINI, *Pro-motore « elettronico »*, dattiloscritto a cir-

colazione limitata (consultato grazie alla cortesia dell'A.) per gli atti del convegno Ita, Milano 5 febbraio 1997. Un cenno anche in R. RISTUCCIA, *Le offerte di prodotti e servizi finanziari su Internet*, in *Bancaria*, 1997, n. 5, p. 74 ss., a p. 75 e ne *Il Sole-24 ore* del 23 marzo 1996.

sistette nell'evidenziare l'utilità della rete come mezzo economico, rapido ed efficace di raccolta di mezzi di finanziamento per imprese medie e piccole; analoghe operazioni, infatti, seguirono⁹.

3. INTERNET E DIRITTO DEI MERCATI FINANZIARI.

Dal punto di vista giuridico l'internet si evidenzia, dunque ed anzitutto, come *mezzo* per la *sollecitazione all'investimento*; almeno se per sollecitazione all'investimento intendiamo, alla stregua del diritto vigente, « ogni offerta, invito ad offrire o messaggio promozionale, *in qualsiasi forma* rivolti al pubblico, finalizzati alla vendita o alla sottoscrizione di prodotti finanziari » (art. 1, comma 1, lett. t) del D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, recante il « *Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria* », d'ora in avanti anche solo T.U.I.F.; corsivo naturalmente mio); e ricordo pure la nozione di *prodotto finanziario* che comprende « gli strumenti finanziari e ogni altra forma di investimento di natura finanziaria » (art. 1, comma 1, lett. u) del D.Lgs. cit.).

La rete, inoltre, diviene l'ausilio tecnico per l'offerta di erogazione di *servizi di investimento*, principali ed accessori: i primi essendo, a norma di legge (art. 1, comma 5, D.Lgs. n. 58 del 1998), la *negoziazione* (per conto proprio o di terzi), il *collocamento*, la *gestione* (individuale per conto terzi), la *ricezione e trasmissione di ordini*, nonché la *mediazione*, il tutto con riferimento a *strumenti finanziari* (la cui nozione è dettata dall'art. 1, comma 2, d. lgs. cit.); i secondi consistendo ne « a) la custodia e amministrazione di strumenti finanziari; ... c) la concessione di finanziamenti agli investitori per consentire loro di effettuare un'operazione relativa a strumenti finanziari, nella quale interviene il soggetto che concede il finanziamento; d) la consulenza alle imprese in materia di struttura finanziaria ...; e) i servizi connessi all'emissione o al collocamento di strumenti finanziari, ivi compresa l'organizzazione e la costituzione di consorzi di garanzia e collocamento; f) la consulenza in materia di investimenti in strumenti finanziari; g) l'intermediazione in cambi, quando collegata alla prestazione di servizi di investimento » (art. 1, comma 6, D.Lgs. cit.). Di talché le potenzialità dell'internet nella intermediazione finanziaria sembrano felicemente compendiate nella formula tecnica utilizzata come titolo di un contributo al tema: « *L'offerta di prodotti e servizi finanziari su Internet* »¹⁰.

Ma se l'offerta di prodotti e servizi finanziari sull'internet è la formula che riassume la fattispecie, forse potrebbe dirsi dato il

⁹ Primi dati in J.C. COFFEE jr, *op. cit.*, p. 10.

¹⁰ R. RISTUCCIA, *op. loc. cit.*

contesto, « globale », i problemi di disciplina si lasciano scorporare, ed anzi debbono necessariamente essere scomposti in una varietà di profili, da passarsi, allora, in rapida rassegna.

A) Abbiamo già visto come venga anzitutto in rilievo il profilo della *sollecitazione* del pubblico, e quelli correlativi della comunicazione della operazione alla Consob e sua autorizzazione da parte della stessa (art. 94 T.U.I.F.).

B) Dipoi è a dirsi che tale sollecitazione assume la forma di *offerta fuori sede* di strumenti e servizi finanziari (ed in particolare quello della *promozione e collocamento a distanza*: art. 32 T.U.I.F.), con l'eventuale conseguente obbligo di utilizzazione del *promotore finanziario* (art. 31 T.U.I.F.)¹¹. A tale proposito la Consob, con Comunicazione n. DI/99052838 del 7 luglio 1999¹², ha stabilito che l'internet deve considerarsi una tecnica di comunicazione a distanza ai sensi dell'art. 32 T.U.I.F. e dell'art. 72 del relativo regolamento di attuazione¹³.

C) L'internet può venire inoltre in considerazione come mezzo per l'adempimento dei tanti obblighi di informazione previsti dal sistema (ad iniziare dalla pubblicazione e diffusione del prospetto: artt. 94 e 113 T.U.I.F.); ovvero come strumento di pubblicità non obbligatorie. In questi due sensi si possono confrontare, sotto il previgente regime normativo, le Comunicazioni della Consob n. DIS/RM/96005769 del 14 giugno 1996¹⁴ e n. DAL/RM/96008280 del 9 settembre 1996¹⁵. In seguito la stessa Consob è tornata ad occuparsi (velocemente) del problema con la Comunicazione n. DIS/99042044 del 26 maggio 1999¹⁶.

D) Poi ci sono le c.dd. negoziazioni *on line*; sicuramente il fenomeno più rilevante dal punto di vista quantitativo dell'universo « internet ». In realtà si tratta della utilizzazione dell'internet per la raccolta e la rendicontazione di ordini di borsa. In Italia, alla fine dello scorso anno, vi erano circa una ventina di operatori in grado di offrire un servizio di intermediazione finanziaria via internet sulla borsa telematica italiana. Questi operatori, per lo più banche, si dividevano (l'uso dell'imperfetto è d'obbligo in questa materia quando si dispone di dati vecchi di qualche mese) circa 45.000 « conti attivi » (cioè, tecnicamente, 45.000 contratti di deposito ed amministrazione titoli abilitanti il cliente a fornire istru-

¹¹ E non è mancato chi (mi riferisco ad A. Zoppini), studiando l'intermediazione finanziaria per mezzo dell'internet, ha creduto opportuno valorizzare questo profilo suggestivamente intitolando quella ricerca proprio al *Promotore « elettronico »*.

¹² Reperita sul « sito » internet: <http://www.consob.it>.

¹³ Regolamento Consob n. 11522/1998 (e successive modificazioni), pubbli-

cato nel *Suppl. ord.* n. 125 della *G.Uff.* n. 165 del 17 luglio 1998 (e le modifiche in *G. Uff.*, n. 297 del 21 dicembre 1998).

¹⁴ Che può leggersi nel *Bollettino Consob*, giugno 1996, p. 63.

¹⁵ Che può leggersi nel *Bollettino Consob*, settembre 1996, p. 34.

¹⁶ Reperita sul « sito » internet: <http://www.consob.it>.

zioni alla banca per il tramite dell'internet). Si tratta, appena il caso di soggiungerlo, di un mercato in forte espansione, non foss'altro per la notevole differenza tra le commissioni richieste dalle banche per la esecuzione di un ordine tradizionalmente trasmesso (per lettera, fax, telefono o direttamente impartito al borsino: usualmente oscillanti tra il 5 ed il 6 per mille) e quelle dalle stesse reclamate per la esecuzione di un ordine giunto via internet (in media sul 3 per mille, ma talora anche inferiori all'1,5 per mille).

E) La raccolta e la esecuzione di ordini di borsa, cioè il c.d. *trading on-line* di cui si è appena detto, non vanno evidentemente confuse con la diversa ipotesi, pure possibile ed anzi già realizzata, della creazione di un vero e proprio mercato (regolamentato o meno) su internet. La creazione di borse telematiche (delocalizzate) sull'internet consente di trattare titoli azionari ed altri strumenti finanziari oltre gli orari di negoziazione delle borse « tradizionali » ovvero di costituire a bassissimo costo mercati su titoli e strumenti non quotati altrove.

F) Naturalmente, lo svolgimento di molte delle attività passate in rassegna (negoziazione, collocamento, gestione di strumenti finanziari, consulenza, etc.) presuppone (o può presupporre) la conclusione di contratti per via telematica. Il punto¹⁷, tuttavia, appare come il meno problematico. Si tratta, in sostanza, di vedere: da un lato, come possano applicarsi alla realtà informatica e telematica le tradizionali regole sulla conclusione del contratto (art. 1326 c.c.) e, soprattutto, sulla presunzione di conoscenza delle dichiarazioni recettizie (art. 1335 c.c.); e, dall'altro, come possano integrarsi per il tramite del mezzo informatico (e, di nuovo, telematico) i requisiti di forma, ad iniziare da quello della autografia della sottoscrizione.

4. INTERNET E DIRITTO DELLE SOCIETÀ.

Tuttavia, l'incidenza dell'internet sul diritto dei mercati finanziari non si esaurisce nel pur vastissimo (ed in espansione) campo delle sollecitazioni, promozioni, negoziazioni, intermediazioni e consulenze varie su prodotti (in generale, e strumenti, in particolare) finanziari. Essa si estende — ed il punto è generalmente, ma a torto, trascurato dagli autori che da noi si occupano del tema — anche alla possibilità di utilizzazione della rete per atti e attività degli *emittenti* (per usare la concettualità propria della sistematica del T.U.I.F.: e se ne confronti il Titolo III): si tratta, allora,

¹⁷ Su cui v., diffusamente, A. ZOPPINI, *op. cit.*, parr. 2-6, anche per gli ulteriori riferimenti comparatistici, e, più

in generale, G. OPPO, *Disumanizzazione del contratto?*, in *Riv. dir. civ.*, 1998, I, p. 525 ss.

di tenere a mente le ampie potenzialità dell'internet nella vita delle società¹⁸.

A tal proposito ci si dovrebbe interrogare sugli spazi che apre e sui problemi che pone la nuova tecnologia non tanto e solo nei confronti del diritto dei mercati finanziari, ma piuttosto nei confronti del diritto societario: un tema, all'evidenza, impossibile anche solo da impostare nell'ambito di questa breve conversazione e che tuttavia, già ad una prima delibazione, mostra chiaramente ed in massimo grado sia il carattere della rilevanza che quello della problematicità.

Si deve infatti prendere in considerazione la opportunità di far svolgere i lavori degli organi collegiali delle società (assemblee, consigli di amministrazione, comitati esecutivi, collegi sindacali) riunendo « virtualmente »¹⁹ i vari partecipanti per il tramite dell'internet: una prospettiva non diversa, dal punto di vista giuridico, da quella della conferenza telefonica o della videoconferenza e, tuttavia, più facile ed accessibile dal punto di vista tecnico ed economico. Inoltre, rispetto agli altri strumenti di comunicazione a distanza, l'internet consentirebbe ai partecipanti di votare le deliberazioni poste all'ordine del giorno, esprimendo per il tramite della « posta elettronica » un voto che, se necessario, potrebbe dirsi rispettare la forma scritta.

Ma vi è di più, perché la medesima « posta elettronica » dovrebbe potere essere utilizzata, sulla base di una espressa disposizione statutaria, come mezzo, magari ulteriore, per la convocazione di tali riunioni ovvero anche per la sollecitazione e la raccolta delle deleghe a parteciparvi.

Ancora, l'internet potrebbe utilmente soccorrere per agevolare, rendendolo più rapido ed economico, l'adempimento di obblighi di informazione cui le società sono tenute nei confronti dei soci e dei terzi: si potrebbe, in questo senso, immaginare una sezione del « sito » dell'emittente su cui pubblicare i documenti previsti dagli artt. 113 s. T.U.I.F. e, oltre alla convocazione dell'assemblea, quelli di cui all'art. 130 T.U.I.F.²⁰.

In questa prospettiva la « rete » potrebbe effettivamente divenire la soluzione tecnica idonea a decretare il successo di istituti come quelli del voto per corrispondenza o della raccolta delle de-

¹⁸ Sul punto, cfr. ora nella letteratura straniera G. SPINDLER, *Internet und Corporate Governance - ein neuer virtueller (T)Raum?*, in *ZGR*, 2000, p. 420 ss., spec. p. 440 ss., ove ulteriori riferimenti.

¹⁹ E cfr. di nuovo G. SPINDLER, *op. loc. cit.*, che parla di *virtuelle Hauptversammlung*.

²⁰ Per una puntuale esegesi di questa

norma cfr. U. MORERA, *Sull'informazione « pre-assembleare » dei soci (art. 130 T.U. della finanza)*, in *Giur. comm.*, 1998, I, p. 826 ss., dove discussione delle questioni applicative che, in assenza del mezzo elettronico, si pongono quanto ai costi e tempi per la conoscenza e la copia degli « atti depositati presso la sede sociale per assemblee già convocate ».

leghe che fino ad oggi, almeno nel nostro sistema, non hanno avuto alcuna reale incidenza sulla vita delle società.

Si segnala, al proposito, che nella recentissima proposta di legge recante *Delega al Governo per la riforma della disciplina delle società di capitali e cooperative* (primi firmatari Veltroni, Mussi e Agostini) si prevede:

— che si provveda a « disciplinare le modalità di esercizio del voto in via telematica » (art. 6, lett. f));

— che si consenta che le riunioni degli organi di gestione e controllo si svolgano anche in videoconferenza o con l'utilizzazione di mezzi equipollenti (art. 8, comma 1, lett. a));

— che si consenta agli statuti delle società per azioni semplificate di « definire le modalità di convocazione dell'assemblea, anche facendo ricorso a mezzi telematici » (art. 11, comma 1, lett. b), n. 1).

Le prime due disposizioni sono dettate per le sole società per azioni e l'ultima per le sole società per azioni semplificate, e ciò sembra tuttavia ingiustificato. Se è infatti vero che solo per le grandi società a diffusa base sociale, quali appunto le società per azioni, si pone una esigenza di agevolazione della partecipazione dei piccoli azionisti alla vita sociale, non è meno vero che nelle società a responsabilità limitata si può manifestare l'esigenza di rendere più economiche e meno gravose le riunioni. A meno che non si consideri comunque possibile che la (più ampia) autonomia statutaria delle società a responsabilità limitata consenta alle stesse di prevedere la possibilità di riunire e far funzionare « virtualmente » gli organi collegiali per mezzo dell'internet²¹.

5. CONSIDERAZIONI DI SINTESI.

Fino a qui alcuni dei più rilevanti fenomeni (e certamente il catalogo non è esaustivo) nei quali viene in considerazione l'utilizzazione dell'internet da parte di risparmiatori, intermediari, gestori dei mercati e degli strumenti finanziari in forma accentrata, emittenti ed autorità di controllo e regolazione: cioè di tutti i protagonisti dei mercati finanziari; e fino a qui anche le scarse linee dei primi, incompleti interventi regolamentari.

Ma un tentativo di più organica disciplina non sembra poter partire dalla mera ricognizione di una realtà in rapido e continuo

²¹ E cfr., a proposito della GmbH, una apertura di questo tipo in G. SPINDLER, *Internet und Corporate Governance*, cit., p. 444 s.; nonché da ultimo la notizia (riportata a p. 17 de *Il Sole-24 ore* del 12 settembre 2000) della omologazione da parte

del Tribunale di Sassari di una s.r.l., il cui statuto prevede convocazione e riunione in forma elettronica del consiglio di amministrazione e della stessa assemblea (seppure con limitazione delle varie riunioni personali dei soci nelle sole filiali della società).

movimento; è viceversa necessario fare un passo indietro e cercare di stabilire se e, in caso di risposta affermativa, in che misura il mercato finanziario manifesti caratteri ed esigenze suoi propri — sempre nei confronti dell'impatto con l'internet, ben si intende — e non comuni ad ogni altro campo oggi occupato dal commercio elettronico.

In questa prospettiva appare allora evidente che alcuni aspetti non si caratterizzino per alcun grado di specificità; e mi riferisco a quelli relativi:

— alla *conclusione del contratto mediante elaboratore elettronico* (e cioè all'*accordo telematico*, come pure è stato chiamato);

— alla *forma degli atti compiuti per mezzo della rete ed alla firma elettronica*;

— alla *prova dei fatti avvenuti nel cyberspazio*.

Per essi devono valere le regole generali che esistono o che esisteranno nella *Cyber Law*.

Altri aspetti, e segnatamente quelli di diritto societario (per cui v. i cenni *sub n. 4.*), sembra che debbano reclamare una disciplina che — dato ampio ingresso alla autonomia statutaria — fissi alcuni generali principi (in sostanza sulla *prova del fatto* e sulla *autenticità della dichiarazione*) in materia di socio, amministratore e sindaco « elettronico », a prescindere dal tipo, legale o reale, di società. Una disciplina quindi che non giaccia sul più limitato piano del c.d. diritto dei mercati finanziari, ma che contribuisca a comporre il « nuovo » diritto delle società²².

Vi è poi il tema che è presupposto ad ogni discorso sull'internet ed è quello relativo al problema *internazionalprivatistico*. Esso si manifesta, naturalmente, anche con riferimento alle attività finanziarie svolte per il tramite della rete, dal momento che il diritto dei mercati finanziari è chiaramente un diritto nazionale, che impone la determinazione della legge applicabile in base ai tradizionali criteri di collegamento; criteri che all'evidenza stentano a cogliere una realtà per definizione delocalizzata ed accessibile da ogni luogo (cioè non segmentabile). Tuttavia, per quanto grave questo problema debba considerarsi nel tentativo di regolare l'intermediazione finanziaria sull'internet, questo non è problema specifico di quella.

²² A tal proposito si ricorda che dopo la riforma delle società quotate (d. lgs. n. 58 del 1998) è nel nostro Paese allo studio una riforma delle « altre » società di capitali e cooperative (su cui v. — oltre alla già ricordata proposta di legge dei democratici di sinistra — lo schema di disegno di legge delega approntato sullo scorcio del 1999 dalla Commissione ministeriale

per la riforma del diritto delle società, presieduta dal prof. A. Mirone), nonché delle società di persone (alla quale dopo una Commissione ministeriale presieduta dal prof. F. Di Sabato, sta ora lavorando una nuova Commissione di studio, sempre istituita presso il Ministero della giustizia, presieduta dal dott. L. Rovelli).

Per il resto, invece, i mercati finanziari mostrano caratteristiche tali da porli su di un piano di non omogeneità rispetto ai mercati di altri beni o servizi.

La prima caratteristica è quella della assoluta *fungibilità* dei « beni » che vi vengono scambiati: una caratteristica evidentemente non certo esclusiva dei prodotti finanziari e che tuttavia nel caso dei prodotti finanziari si manifesta con maggiore ed anzi con la massima nettezza. Ciò dipende da due circostanze, spesso concorrenti ed anzi collegate.

Mi riferisco, da un lato, alla circostanza che lo strumento finanziario non deve (tranne ipotesi ormai residuali: l'esercizio del diritto di voto, ad esempio) essere « utilizzato »; la sua funzione, infatti, appare esaurirsi nell'operazione di investimento (e disinvestimento, per il sottoscrittore o l'acquirente) e finanziamento (per l'emittente), che si realizza nella sottoscrizione o acquisto (e nella vendita, quanto al disinvestimento²³) dello strumento.

Dall'altro lato, penso al fenomeno della c.d. *dematerializzazione* (o smaterializzazione) degli strumenti finanziari, che, come è noto, non solo non circolano più ma che neanche esistono come beni materiali, come *res*.

Tutto ciò non può non avere rilevanti conseguenze sullo stesso atteggiarsi del mercato finanziario, soprattutto quando questo viva sempre più sull'internet. La *dematerializzazione* del prodotto finanziario rende possibile la *dematerializzazione* del mercato (già, non a caso, telematico). Ma la efficacia espansiva del carattere della dematerializzazione non si arresta qui, perché la non strumentalità ad attività materiali del prodotto finanziario apre la strada ad una esecuzione dematerializzata del rapporto conclusosi sulla rete.

Mentre l'acquisto di un qualsiasi altro bene pel tramite dell'internet (ad es. un libro presso amazon.com), seppure elimina i problemi della distribuzione e dell'immagazzinamento e riduce o azzerava i costi di intermediazione, non esime dalla consegna della cosa al consumatore finale (: il lettore), lo strumento finanziario non uscirà mai dalla rete limitandosi questa a registrare la conclusione di negozi traslativi sullo stesso e traducendoli in scritturazioni in conto nell'elaboratore del gestore accentrato; anche la rendicontazione delle intervenute operazioni e della consistenza dei conti di « deposito » ed amministrazione titoli dei singoli investitori si risolverà in messaggi telematici e documenti informatici circolanti all'interno dell'internet. Il cerchio è, quindi, destinato

²³ A cui peraltro, si noti, fa necessariamente riscontro un nuovo investimento.

a chiudersi quando anche i diritti sociali corporativi²⁴ potranno essere esercitati con l'internet²⁵.

Ne discende, che lo stesso « strumento » potrà essere scambiato innumerevoli volte nel più ridotto lasso di tempo, perché l'esecuzione del contratto e la sua documentazione saranno automaticamente disposti dagli elaboratori elettronici con costi e tempi sempre più compressi. Naturalmente, se ciò introduce elementi di indiscutibile vantaggio — quali quelli della maggiore economicità e della produzione di nuova ricchezza — ed apre a rapporti progressivamente sempre meno (o comunque meno onerosamente) intermediati, comporta correlativamente anche alcuni pericoli. Tra questi se ne segnalano in particolare due.

Da un lato, quello della *effettiva esecuzione dello scambio* e dei *rimedi all'inadempimento*: perché non è detto che i sistemi informatici siano in grado (e certo non lo sono adesso) di controllare che chi vende possa essere in grado prestare ciò che promette; d'altra parte *vendite* di cose altrui (o *allo scoperto*, secondo la terminologia dei contratti di borsa) sono da sempre coesenziali alle borse valori.

Dall'altro, quello, della possibilità che siano gli stessi elaboratori collegati in rete sulla base di una programmazione generale ed astratta a *determinare automaticamente la conclusione del singolo e concreto scambio*: in scenari di tale fatta il pericolo consiste, evidentemente, nel predisporre un meccanismo in cui le singole polarità del sistema dipendono dalle altre in un circolo vizioso senza fine, capace di « bruciare » (come in effetti è già più volte avvenuto) in poche ore ingentissime ricchezze.

Sembra quindi, per concludere sul punto, che la *velocità* del mezzo²⁶ sia alla base, nel bene come nel male, delle fortune dell'impatto dell'internet sulla intermediazione finanziaria (e sulla informazione societaria). Il carattere delle *velocità della propalazione delle informazioni* sull'internet, d'altra parte, enfatizza gli svantaggi delle frodi perpetrate con quel mezzo. Ma, ancora una volta, non è il mezzo il problema, consistendo questo nell'uso che si fa di quello.

²⁴ Perché quelli patrimoniali già lo sono, sol che ci si intenda avvalere dei mezzi di pagamento propri della rete: *e-cash*, o, più semplicemente, accrediti ed addebiti in conto.

²⁵ E cfr. i cenni contenuti nel par. prec.

²⁶ A sua volta manifestazione particolare, seppure molto significativa, del diver-

so rilievo del tempo nella realtà giuridica contemporanea; e cfr. le suggestive pagine di V. FROSINI, *Temporalità e diritto*, in *Riv. dir. civ.*, 1999, I, p. 431 ss., che distingue tra tempo « umanistico » e tempo « tecnologico »: orbene l'internet vive nella dimensione del *tempo tecnologico*.