

## La disciplina della negoziazione di strumenti finanziari on line

di Maria Giusy Naccarato

Sommario. *Introduzione. Internet: l'innovazione che sta cambiando le regole del mondo finanziario.1.Promozione e collocamento a distanza dei servizi di investimento.1.1Internet come” tecnica di comunicazione a distanza”.1.2 L'attività di vendita a distanza tramite Internet: profili operativi. 1.3 Il ruolo dei promotori.1.4 Trading on line e regole di comportamento.1.5 La contrattazione on-line:profili giuridici.1.6 Il momento e il luogo di conclusione del contratto on-line.1.7 La “vendita a distanza di servizi finanziari”:la fase della contrattazione.1.8 Il ruolo della Consob nella finanza on-line.*

### INTRODUZIONE

**Internet: l'innovazione che sta cambiando le regole del mondo finanziario.**

*Il settore finanziario è da sempre sottoposto a intensi processi di trasformazione<sup>1</sup>: i principali vettori del cambiamento sono la crescente forza negoziale della clientela, la deregolamentazione di mercati tradizionalmente protetti, le nuove opportunità dell'information technology<sup>2</sup> .*

*L'industria dei servizi finanziari, più in particolare, ha risentito dell'evoluzione nel campo delle nuove tecnologie dell'informazione, della possibilità di utilizzare nuovi canali di distribuzione “alternativi” come Internet.*

---

<sup>1</sup> Cfr. CARIGNANI A. in *Business to business*, MC.GRAW & HILL

<sup>2</sup> Il settore dell'“information and communication technology”(ICT) produce un bene qualitativamente diverso da ogni altro: la conoscenza. E' un prodotto immateriale, riproducibile a costi minimi, che entra nei cicli produttivi di innumerevoli altri operatori e che risulta più utile quanto più è personalizzato.

*Internet rappresenta l'emblema della economia del nuovo millennio, economia che da organizzazione basata su flussi fisici di prodotti e servizi finanziari si caratterizza attualmente per la " virtualità" delle transazioni<sup>3</sup>.*

*Le tecnologie dell'informazione e la conoscenza che ne costituisce il prodotto, sono le nuove risorse trasversali dell'economia che portano a convergere settori prima separati, riducono le distanze fisiche, economiche e psicologiche, accentuando il processo di globalizzazione dell'economia.*

*Tecnologie e pervasività dell'informazione contribuiscono anche ad aumentare la trasparenza, pertanto, le imprese che basavano la propria redditività sullo sfruttamento delle imperfezioni del mercato vedono ridursi drasticamente le opportunità: in un mercato trasparente è necessario puntare sulla differenziazione, il che richiede flessibilità, creatività e orientamento permanente all'innovazione.*

*Non solo , le caratteristiche del nuovo mezzo di comunicazione , Internet, creano opportunità per osservare i consumatori, interagire con essi, sviluppare relazioni durature, coinvolgerli nella realizzazione di nuovi prodotti e servizi, verificare in modo puntuale le reazioni degli utenti, monitorare l'attività dei concorrenti.*

*La virtualizzazione del mercato con riferimento in particolare a quello finanziario, la c.d.finanza on line<sup>4</sup>, fa sorgere una serie di interrogativi relativi al ruolo delle autorità del mercato, alla necessità di coordinare la disciplina, ancora in fieri, sull'utilizzo di Internet nella finanza e la normativa di settore vigente, al nuovo ruolo dei promotori finanziari, a tutti i problemi connessi ai contratti , aventi ad oggetto strumenti finanziari,e conclusi tramite Internet.*

### ***1. Promozione e collocamento a distanza dei servizi di investimento***

---

<sup>3</sup>Il mercato virtuale (market space) si è sviluppato specularmente rispetto al mercato fisico (market place): in entrambi i mercati l'operazione economica fondamentale è la stessa: lo scambio avviene quando offerta e domanda si incontrano; scopo delle imprese, in entrambi i casi, è creare *valore* per i clienti; il processo di creazione del valore, tuttavia, che può immaginarsi come una catena di attività in successione che collegano il fronte dell'offerta con il fronte della domanda ( attività primarie e attività di supporto quale ad esempio l'attività dei sistemi informativi), risponde a regole diverse. Nel mercato virtuale, infatti , l'information technology consente di incorporare la " conoscenza" nei prodotti, si realizza outsourcing di attività fuori dall'impresa e la generazione di valore non è più lineare ( che segue l'entrata delle materie prime nell'azienda e prosegue fino all'assistenza dopo la vendita): le diverse attività sono integrate non più da un unico attore ma da più fattori alternativi, con il risultato che il campo di scelta del consumatore aumenta in modo esponenziale. cfr. LUGLI G - ZILIANI C. in *Business to business*, MC.GRAW & HILL.

## 1.1. *Internet come “tecnica di comunicazione a distanza”.*

Il “ collocamento a distanza” dei servizi di investimento è una *species* del *genus* offerta fuori sede<sup>5</sup> che trova regolamentazione all’art.30 del T.U.I.F, il quale riproduce con integrazioni e modifiche l’art.22 del D.lgs 415/1996.

Con il decreto 415/1996, attuativo della direttiva 93/22/CE, la disciplina dell’offerta fuori sede ha subito una radicale modificazione. Più in particolare la direttiva escludeva dal proprio ambito di applicazione la sollecitazione a domicilio dei valori mobiliari( che rientra nella categoria più ampia di offerta fuori sede), consentendo agli stati membri di disciplinarla autonomamente e non ricomprendendo l’offerta fuori sede né fra i servizi principali né fra quelli accessori.

Il legislatore italiano recependo le indicazioni comunitarie ha qualificato l’offerta fuori sede non più come autonoma attività di intermediazione mobiliare, bensì come “modalità” dei servizi d’investimento.

L’offerta si intende “fuori sede” se “ha ad oggetto strumenti finanziari ed è effettuata in luogo diverso dalla sede legale o dalle dipendenze dell’emittente, del proponente l’investimento o del soggetto incaricato della promozione o del collocamento; o servizi di investimento in luogo diverso dalla sede legale o dalle dipendenze di chi presta, promuove e colloca il servizio<sup>6</sup>.

---

<sup>4</sup> La finanza on line è il settore che comprende le transazioni bancarie, il trading on line, il collocamento ed offerta di servizi di investimento e strumenti finanziari, la rendicontazione delle operazioni , la diffusione dell’informazione specializzata, la consulenza.

<sup>5</sup> Non del tutto pacifico in dottrina questo rapporto di genere e specie. In questo senso cfr. RABITTI BEDOGNI C.in *Commentario al D.lgs 24 Febbraio 1998, n.58*,Milano 1998,p.247.In senso contrario cfr.GENTILI in *Commentario al Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, a cura di ALPA G- CAPRIGLIONE F.,Padova 1998.

<sup>6</sup>Ai sensi dell’art.30, comma 2, del T.U.I.F. non costituisce offerta fuori sede quella effettuata nei confronti di investitori professionali.La nozione di “ investitori professionali” è dettata dall’art.8, comma 2, del reg. Consob n.10943/1997, il quale vi ricomprende : gli intermediari autorizzati ( SIM, banche italiane autorizzate alla prestazione di servizi di investimento, agenti di cambio, imprese di investimento e banche comunitarie ed extracomunitarie comunque abilitate alla prestazione di servizi di investimento in Italia);tutte le società di gestione dei fondi comuni ( ora società di gestione del risparmio); la Sicav; i fondi pensione; le compagnie di assicurazione ; i soggetti esteri che svolgono le attività dei soggetti sopradetti in forza della normativa in vigore nel loro paese d’origine; le società e gli enti emittenti strumenti finanziari negoziati in mercati regolamentati; le società iscritte negli elenchi di cui agli artt.106,107 e 113 del T.U.L.B; le persone fisiche in possesso dei requisiti di professionalità richiesti per lo svolgimento di funzioni di amministrazione, direzione, controllo presso SIM; le fondazioni bancarie nonché ogni altra società o persona giuridica in possesso di una specifica esperienza e competenza in materia di operazioni in strumenti finanziari espressamente dichiarata per iscritto dal legale rappresentante.

In realtà l'offerta fuori sede di strumenti finanziari e di servizi di investimento di terzi è una particolare tecnica di collocamento non presentando contenuti autonomi rispetto alla generale attività di collocamento.

*L'affinità, predetta, tra "offerta fuori sede" e "promozione e collocamento a distanza", si poteva evincere, da un punto di vista normativo già dalla norma sulla sollecitazione al pubblico risparmio di cui all'art 18-ter della legge 7 giugno 1974 n°216, che accanto alla fattispecie dell'offerta fuori sede faceva menzione del collocamento a mezzo circolari e mezzi di comunicazione di massa in genere, assoggettandole oltretutto alla medesima disciplina.*

*Nonostante l'equiparazione normativa non può non rilevarsi allo stesso tempo, che il collocamento per mezzo di strumenti di comunicazione a distanza abbia caratteristiche diverse da quelle dell'offerta fuori sede ,mancando l'elemento della "sorpresa" che invece connota la fattispecie dell'offerta fuori sede : il cliente infatti non è sorpreso, come avviene a cospetto dell'inaspettato promotore che "sollecita" per la conclusione di repentini e non ponderati negozi vincolanti. Il cliente "a distanza", attuandosi il rapporto con le modalità più o meno tradizionali della corrispondenza, dispone di una più larga possibilità di riflessione e di maggiori facilitazioni ove voglia interrompere il contatto.*

*Il confine tra le due situazioni diventa più labile ove si faccia riferimento alla ratio della direttiva 97/7/Ce che ruota intorno all'11° considerando il quale prevede la necessità di non diminuire il livello di informazioni fornite al consumatore anche quando ad essere utilizzate siano tecniche di comunicazione a distanza: "è necessario determinare le informazioni che devono essere obbligatoriamente trasmesse al consumatore a prescindere dalla tecnica di comunicazione impiegata".*

*Il legislatore interno con il d.lgs n.50/ 1992 ha accolto questo orientamento estendendo l'operatività del recesso alla stipulazione " per corrispondenza" e in particolare alla vendita telematica.*

L'attività di offerta fuori sede, come anticipato, non costituisce attività ammessa al mutuo riconoscimento, con la conseguenza che gli Stati membri possono assoggettarla ad un regime particolare; il legislatore italiano, infatti, in considerazione delle istanze di tutela del pubblico risparmio che la c.d."contrattazione sorprendente"<sup>7</sup> comporta, ha individuato i soggetti abilitati al suo

---

<sup>7</sup> RABITTI BEDOGNI, *Commento sub art.30 in Il Testo unico dell'intermediazione finanziaria* a cura di Rabitti Bedogni

esercizio e dettato una disciplina speciale applicabile non solo agli intermediari domestici ma anche a quelli stranieri che utilizzano tale tecnica di offerta nel nostro paese.

Nessun riferimento specifico si rinviene nella legge alla promozione e collocamento dei servizi di investimento tramite Internet.

Il T.U.I.F frutto di un'elaborazione complessa, dovuta all'ampiezza ed eterogeneità del campo di intervento, lascia insoluti una serie di interrogativi demandandone la risoluzione alla normativa secondaria o fornendo semplicemente tracce utili all'inquadramento nella normativa generale di fenomeni in continua evoluzione quale quello dell'utilizzo di Internet nella finanza.

Nel luglio 1999 la Consob con la comunicazione DI/99052838 ha chiarito che "Internet" deve essere considerata una "tecnica di comunicazione a distanza"( ex art.32, comma 1, T.U.I.F., nonché art.72 regolamento c.d. intermediari 11522/1998).

Non è la prima volta che la Consob si pronuncia sull'uso di tecniche di comunicazione a distanza da parte di intermediari finanziari o, comunque per la prestazione di servizi accessori quali la consulenza. Risalgono al 1996 le prime comunicazioni Consob relative all'uso di Internet a scopi pubblicitari<sup>8</sup>, come mezzo per la diffusione di prospetti informativi<sup>9</sup> ed, ancora, per la prestazione di servizi di informativa finanziaria<sup>10</sup>.

Del Luglio 1998 la comunicazione Consob sull'ammissibilità dell'uso di Internet per la ricezione di ordini nella prestazione del servizio di negoziazione<sup>11</sup>.

Ma è solo con la comunicazione del 7 Luglio 1999 che la Consob affronta in sede extraregolamentare le problematiche connesse all'utilizzo di Internet come mezzo per la promozione e il collocamento a distanza di prodotti finanziari e servizi di investimento.

La comunicazione risolve in parte alcuni dubbi e incertezze derivanti da una normativa di attuazione, il regolamento 11522/1998, non sempre chiara.

---

<sup>8</sup> Cfr. Comunicazione Consob DAL/RM/96998280 del 9 Settembre 1996, in Bollettino Consob, Settembre 1996, p.34.

<sup>9</sup> Cfr. Comunicazione Consob DIS/RM/96005769 del 14 giugno 1996, in Bollettino Consob, giugno 1996, p.63.

<sup>10</sup> In Consob Informa, n.18, 5 maggio 1997, p.2.

<sup>11</sup> Cfr. Comunicazione Consob n.DI/98063298 del 30 Luglio 1998, in Bollettino Consob, Luglio 1998, p.63. Nel caso preso in considerazione dalla Consob non era integrata la fattispecie di vendita a distanza perché si utilizzava Internet unicamente come mezzo per l'esecuzione di un contratto di intermediazione già concluso. "esecuzione a distanza" dunque e non "vendita a distanza", afferendo quest'ultima al momento genetico del contratto (collocamento) o a quello immediatamente precedente (promozione).

L'attività di promozione e collocamento a distanza tramite Internet rientra nell'ambito applicativo delimitato dall'art.32 T.U.I.F, che dopo aver definito le tecniche di comunicazione a distanza come *“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”*, si limita ad attribuire alla Consob il potere di emanare un regolamento di attuazione<sup>12</sup>.

Così è stato, infatti, avendo la Consob dedicato alla vendita a distanza un intero libro del regolamento 11522/1998.

Più in particolare l'art 72 dello stesso restringe l'ambito applicativo della normativa sulla vendita a distanza, limitando la nozione di tecniche di comunicazione a distanza a *“ quelle tecniche che consentono di stabilire un contatto con i singoli investitori: con possibilità di dialogo o altre forme di interazione rapida; anche senza possibilità di interazione rapida, qualora i documenti o i messaggi inviati presentino contenuto negoziale o comunque non si limitino ad enunciare le qualità e le caratteristiche del soggetto offerente, dei servizi di investimento o degli strumenti finanziari offerti”*.

A tal proposito la Consob ha preliminarmente chiarito che oltre alla posta elettronica (e-mail) rientra nella categoria delle tecniche di comunicazione a distanza, così come sono state prima definite, il sito Web.

Nessun dubbio pertanto sulla qualificazione della posta elettronica come tecnica di comunicazione a distanza. Essa può, infatti, essere facilmente utilizzata per interagire con il singolo investitore nonché per inviargli messaggi e documenti a contenuto promozionale e negoziale.

Più articolata la posizione espressa dalla Consob relativamente ai siti Internet: un sito può contenere

- a) Informazioni relative a prodotti finanziari e a servizi di investimento;
- b) Indicazioni circa le modalità con cui contattare un intermediario al fine di ricevere proposte contrattuali relative a prodotti finanziari e servizi di investimento;
- c) Strumenti con cui stabilire un contatto con un intermediario ( percorsi guidati per l'invio di messaggi di posta elettronica, hipertext links);

---

<sup>12</sup> La norma si riferisce alle tecniche di commercializzazione inerenti all'utilizzo del servizio telefonico e postale e, come verrà meglio specificato nel testo, quanto al primo all'impiego di sistemi

- d) Proposte contrattuali standardizzate , aderendo alle quali ,con modalità varie, incluso l'utilizzo di strumenti messi a disposizione dallo stesso sito, gli investitori possono acquistare o sottoscrivere prodotti finanziari ovvero costituire rapporti aventi ad oggetto la prestazione di servizi di investimento.

Per esservi promozione e collocamento a distanza attraverso tecniche di comunicazione a distanza, ai sensi dell'art.32 del T.U.I.F. il sito deve avere le caratteristiche di cui ai punti b),c) o d), esclusi quindi i siti a scopi esclusivamente pubblicitari o di informativa finanziaria<sup>13</sup>.

Non integra la fattispecie della promozione a distanza il sito che si limiti a descrivere il servizio offerto senza raccomandare o consigliare l'accensione del rapporto o anche solo fornire istruzioni circa le modalità con cui accendere il rapporto.

Non configura promozione o collocamento a distanza neanche l'utilizzo di un sito Internet per la canalizzazione di ordini di compravendita di strumenti finanziari verso intermediari con i quali l'investitore abbia già in essere un contratto di prestazione di servizi di investimento, in quanto il sito non fornisce alcuno strumento , neppure indiretto per l'accensione di rapporti contrattuali

Il sito, c.d. finanziario,dovrà pertanto contenere “ strumenti di interazione” anche solo standardizzata con l'investitore o, quanto meno, documenti o messaggi aventi contenuto promozionale o negoziale.

Non rileva, così precisa la Consob, l'impossibilità per il gestore di stabilire il contatto con l'investitore di propria iniziativa : il sito Web , in quanto contenente strumenti e/o documenti e messaggi promozionali o negoziali configura un'offerta permanente rivolta alla generalità del pubblico.

---

comunicativi attraverso la rete telematica. Cfr.GAMBINO A. *Promozione e collocamento a distanza di prodotti finanziari* in

<sup>13</sup>Autorevole dottrina effettua la distinzione tra mera pubblicità e promozione, sottolineando come la prima sia un'attività con portata spesso suggestiva rivolta *in incertam personam* (ossia al pubblico indeterminato degli investitori) , mentre la seconda sia volta a stimolare la propensione all'acquisto del singolo investitore contattato, come attività direttamente finalizzata alla conclusione del contratto che si colloca all'interno di un rapporto diretto e personale con il cliente.. La distinzione inoltre si evince anche dal testo dell'art 32 del T.U.I.F, ove, con riferimento alle tecniche di comunicazione a distanza, si specifica “ diverse dalla pubblicità”, distinguendo così in modo espresso le due attività. In tal senso cfr. RABITTI BEDOGNI C. , *Commentario al Testo unico dell'intermediazione finanziaria*,Milano 1998,p.249 e Lavori preparatori alla Direttiva 97/7/Ce riguardante la protezione dei consumatori in materia dei contratti a distanza.

## ***1.2 L'attività di vendita a distanza tramite Internet: profili operativi.***

Prima di entrare nell'ambito della "contrattazione on-line", occorre qualche precisazione relativa ai problemi operativi connessi allo svolgimento da parte degli intermediari in genere di tale attività, con particolare riferimento alla legge applicabile e, di conseguenza all'autorità di vigilanza competente, agli eventuali riflessi sulla procedura autorizzativa.

Si intende che tali problemi sorgono proprio in connessione con la particolare natura del mezzo utilizzato e in ragione dei risvolti sopranazionali che la vendita a distanza tramite Internet può creare.

Nessun problema sorge nell'ipotesi di sito finanziario gestito da un intermediario italiano, con informazioni in lingua italiana e palesemente rivolto ad investitori residenti in Italia; i maggiori difficoltà sussistono quando la fattispecie si connota di elementi di estraneità, quali la nazionalità dell'intermediario, la lingua utilizzata, l'indicazione del prezzo e degli importi in valuta straniera.

Nella medesima comunicazione che riconduce alla nozione di tecniche di comunicazione a distanza Internet, vengono enucleati i criteri per stabilire, nei singoli casi concreti, quando l'utilizzo di Internet da parte di soggetti stranieri configuri attività di promozione e collocamento di prodotti finanziari e servizi di investimento in Italia.

E' stato individuato quale criterio rilevante ai fini dell'applicazione della normativa italiana la residenza dell'investitore.

Nel caso di e-mail, l'attività si considera prestata in Italia se il destinatario del messaggio è ivi residente, se invece si tratta di sito web<sup>14</sup>, l'attività di promozione e collocamento si considera rivolta a residenti italiani se a questi ultimi non è preclusa la possibilità di aderire alle proposte.

Non risponde a tali caratteristiche un sito che contenga esplicitamente avvertimenti rivolti a soggetti residenti fuori dall'Italia, o il cui gestore utilizzi procedure che gli consentono di rifiutare adesioni provenienti da investitori italiani.

---

<sup>14</sup> "Il sito web non ha patria, è virtualmente apolide." SABBATINI R. in [www.ilsole24ore.it](http://www.ilsole24ore.it).

Tale situazione è suscettibile di verificarsi in presenza di alcune circostanze particolari:

1. il sito contiene avvertenze esplicite, adeguatamente evidenziate , che chiariscono che il contenuto del sito è diretto soltanto a residenti in Stati diversi dall'Italia, poiché non è conforme alla normativa vigente in Italia;
2. il gestore del sito utilizza procedure che gli consentono di rifiutare ogni adesione o richiesta proveniente da investitori residenti in Italia ( sono tali le procedure che permettono al gestore del sito di accertare inequivocabilmente se il luogo di residenza di un soggetto che contatti il sito è l'Italia);
3. il gestore del sito rifiuta effettivamente ogni adesione o richiesta proveniente da investitori residenti in Italia.

In assenza degli elementi sopradescritti, dovrà farsi ricorso ad indicatori presuntivi relativi sia al contenuto del sito (presenza di chiari riferimenti a fatti e circostanze relative all'Italia, l'utilizzo della lingua italiana, l'indicazione di prezzi e importi in lire) che ad altre connesse circostanze ( la diffusione in Italia di informazioni, anche pubblicitarie, la reperibilità del sito attraverso motori di ricerca italiani).

La Consob, a tal proposito, ha assunto una posizione estremamente rigida.

Anziché riferirsi a criteri di carattere oggettivo per la valutazione predetta , ha privilegiato criteri di carattere psicologico, ritenendo “elemento qualificante” il luogo in cui l'intermediario ricerchi i propri obiettivi, in definitiva, espanda la propria attività effettuando attività di ricerca della clientela , pubblicità promozione e conclusione di contratti ( presumibilmente ciò sarà valutato sulla base di elementi quali il numero di clienti residenti in Italia, l'uso della lingua italiana nei contratti etc), fermo restando che l'investitore deve essere residente in Italia, perché altrimenti non vi sarebbe alcun collegamento con l'Italia.

Il criterio degli obiettivi di cui si sostanzia la posizione della Consob si colloca su una linea contrapposta<sup>15</sup> a quella della Commissione dell'Unione europea<sup>16</sup> che, pur non affrontando la tematica di Internet vi fa riferimento e, in considerazione del

---

<sup>15</sup> L'impostazione italiana che ai fini dell'individuazione della legge applicabile considera rilevante il principio della residenza, si discosta dall'esperienza comunitaria. Si pone in contrasto con l'approccio secondo il quale le regole di condotta sono quelle del paese d'origine, di quello cioè in cui l'intermediario ha la sua sede legale. Anche la proposta di direttiva comunitaria ( MONTI-BONINO) sull'offerta a distanza di prodotti e servizi finanziari sembra ricalcare l'impostazione predetta. Cfr. IRS, *Internet e Finanza*, Settembre 1999, p.13.

carattere immateriale dei servizi bancari ritiene superati i criteri di localizzazione troppo rigidi.

Per determinare dove viene esercitata una attività occorrerà fare riferimento al luogo in cui è “fornita la prestazione caratteristica”, ossia quella che caratterizza il servizio.

Al di là di queste differenti posizioni sulle quali a mio avviso non è opportuno soffermarsi in questa sede, qualora un sito finanziario straniero possa essere ricondotto all’attività di promozione e collocamento di prodotti finanziari e servizi di investimento in Italia il soggetto che lo gestisce dovrà rientrare *ex lege* tra i soggetti “abilitati” se promuove e colloca solo i propri servizi di investimento ovvero “autorizzati” se la promozione e il collocamento hanno ad oggetto anche prodotti e servizi altrui<sup>17</sup>.

Nell’ipotesi che si sta considerando, non può tralasciarsi di distinguere il caso che il sito sia gestito da intermediari comunitari da quello in cui gli intermediari siano extracomunitari.

L’art.32 del T.U.I.F. non individua in modo espresso i soggetti abilitati alla promozione e collocamento a distanza perché rinvia alla normativa di attuazione. Deve infatti farsi riferimento all’art.73 del regolamento 11522/1998 che letto in combinato disposto con l’art.71 del medesimo regolamento riproduce, con qualche differenza, l’art. 30 del T.U.I.F.

Più in particolare l’art.71 del regolamento annovera gli intermediari comunitari tra i soggetti abilitati escludendoli dalla nozione di intermediari autorizzati, e poiché l’art.73 riserva l’attività di promozione e collocamento a distanza dei prodotti finanziari agli “intermediari” autorizzati, intendendo con l’uso di tale termine estendere ai prodotti e servizi “altrui” l’oggetto dell’attività, ne consegue che gli intermediari comunitari sono autorizzati *ex lege* a vendere a distanza unicamente i

---

<sup>16</sup> Cfr. Comunicazione interpretativa della Commissione europea in materia di libera prestazione di servizi nella seconda direttiva bancaria 97/C 209/04 in G.U.C.E, 10 Luglio 1997, n.209.

<sup>17</sup> L’art.71 del regolamento 11522/1998 distingue alle lett. b) e c) gli “intermediari autorizzati” (imprese di investimento e banche autorizzate allo svolgimento del servizio di collocamento, intermediari finanziari iscritti nell’elenco previsto dall’art.107 del T.U.L.B. autorizzati alla prestazione del servizio medesimo) e i soggetti abilitati (SIM, banche italiane autorizzate alla prestazione di servizi di investimento, gli intermediari finanziari iscritti nell’elenco previsto dall’art.107 del T.U.L.B. autorizzati alla prestazione del servizio di negoziazione per conto proprio ma limitatamente agli strumenti finanziari derivati, le società di gestione del risparmio, le SICAV, gli agenti di cambio, le imprese di investimento e le banche comunitarie ed extracomunitarie comunque abilitate alla prestazione di servizi di investimento in Italia), sottolineando con l’uso del differente termine “soggetti abilitati” al posto di “intermediari”, il limite nella promozione e collocamento di prodotti e servizi di investimento ai prodotti e servizi propri.

propri servizi di investimento risultando perciò preclusa agli stessi la vendita a distanza di servizi e prodotti altrui.

E' dubbio se tale risultato sia il frutto di una scelta consapevole del legislatore o di una semplice svista, nonostante la direttiva n.93/22 Cee relativa ai servizi di investimento nel settore dei valori mobiliari lasci al legislatore nazionale la libertà di disciplinare la vendita a domicilio dei valori mobiliari.

In linea tuttavia con l'orientamento espresso dalla Consob<sup>18</sup> e confermato dalla Banca d'Italia con l'uso del termine intermediari autorizzati il legislatore ha voluto riferirsi anche ai soggetti autorizzati nel paese d'origine alla prestazione del servizio e abilitati, a seguito di una comunicazione alla banca d'Italia e alla Consob da parte dell'autorità competente dello Stato d'origine.

Nel caso invece in cui il sito sia gestito da un'intermediario extracomunitario la situazione si complica.

Ai sensi dell'art.19 del regolamento alle imprese di investimento extracomunitarie è preclusa la prestazione in Italia di alcun servizio di investimento e di alcuni servizi accessori<sup>19</sup> senza stabilirvi succursali e salva l'ipotesi in cui la Consob, sentita la Banca d'Italia, conceda deroghe in casi specifici.

Nel caso in cui la Consob qualifichi un sito finanziario gestito da un'impresa di investimento extracomunitaria come vendita a distanza in Italia, non soltanto essa necessiterà di un'apposita autorizzazione<sup>20</sup> ma dovrà nello stesso tempo aprire una succursale in Italia.

L'interpretazione letterale dell'art.19 del regolamento induce a ritenere che il divieto di prestare servizi di investimento in Italia si applichi soltanto alle imprese di investimento extracomunitarie e non anche alle banche extracomunitarie. Tale interpretazione della quale senza dubbio è legittimo dubitare, per le conseguenze in termini di disparità di trattamento tra imprese e banche e vantaggio competitivo riconosciuto alle prime, è supportata dalle Istruzioni di vigilanza della Banca

---

<sup>18</sup> Cfr. Comunicazione n. DI/99027949 del 13 aprile 1999.

<sup>19</sup> Cfr. art 19, comma 1, del regolamento intermediari : "Le imprese di investimento extracomunitarie non possono prestare nel territorio della repubblica, senza stabilirvi succursali, i servizi di investimento (negoziiazione per conto proprio e per conto terzi, collocamento con o senza preventiva sottoscrizione o acquisto a fermo, ovvero assunzione di garanzia nei confronti dell'emittente, gestione su base individuale di portafogli di investimento per conto terzi, ricezione e trasmissione di ordini nonché mediazione) nonché i servizi accessori di cui all'art. 1, comma 6, lett. a), b), c), e g) del T.U.I.F." (custodia e amministrazione di strumenti finanziari, locazione di cassette di sicurezza, concessione di finanziamenti agli investitori [...], intermediazione in cambi, quando collegata alla prestazione di servizi di investimento).

<sup>20</sup> Cfr. art 28 T.U.I.F e artt 15 e ss. del regolamento 11522/1998.

d'Italia<sup>21</sup> che nella sezione dedicata alla prestazione di servizi senza stabilimento di succursali da parte di banche extracomunitarie, prevede espressamente che una banca extracomunitaria presti servizi di investimento in Italia *cross-border*, ossia senza stabilirvi succursali, purché ottenga la necessaria autorizzazione dalla Banca d'Italia, sentita la Consob.

Come già premesso, nessun problema invece se il sito è gestito da impresa di investimento italiana.

Con riferimento ai soggetti, l'art.30 T.U.I.F riserva l'offerta fuori sede di prodotti e servizi d'investimento altrui agli intermediari autorizzati allo svolgimento dell'attività di collocamento; l'attività di offerta dei propri servizi di investimento può invece essere esercitata da qualsiasi intermediario autorizzato.

Una diversa scelta da parte del legislatore non avrebbe avuto giustificazione alcuna, considerato che l'offerta fuori sede (e la vendita a distanza come sua *species*) è stata declassata da servizio di investimento a modalità di promozione e collocamento di servizi di investimento e strumenti finanziari.

Non essendo essa un'attività di intermediazione finanziaria ma una modalità di esercizio della stessa, sarà sufficiente l'autorizzazione della Consob<sup>22</sup> allo svolgimento dell'attività finanziaria sottostante indipendentemente dal fatto che questa venga o meno effettuata fuori sede.

---

<sup>21</sup> Cfr. Istruzioni di vigilanza della Banca d'Italia, Titolo VII, Capitolo 3, Sezione V.

<sup>22</sup> cfr art 7 e ss del regolamento 1152271998 relativi al procedimento di autorizzazione all'esercizio dei servizi di investimento.

### ***1.3 Il ruolo dei promotori***

Si è precisato in precedenza che Internet è da ritenersi a tutti gli effetti uno degli strumenti di comunicazione a distanza di cui ogni intermediario finanziario può avvalersi, resta però da chiarire che ruolo abbiano i promotori finanziari all'interno del nuovo scenario.

Va premesso che l'art 31 del regolamento 11522/1998 dispone che *“per l'offerta fuori sede i soggetti abilitati si avvalgono di promotori finanziari(...),definendoli come “le persone fisiche che, in qualità di dipendenti , agenti o mandatari, esercitano professionalmente l'offerta fuori sede”*.

All'offerta a distanza ,che è specie dell'offerta fuori sede, l'art.32 del D.lgs n.58/1998, rende applicabile la disciplina dell'offerta fuori sede solo nella misura stabilita dalla Consob con proprio regolamento: in sede regolamentare la disciplina dell'offerta a distanza è stata infatti differenziata da quella dell'offerta fuori sede, fra l'altro proprio con la previsione di un obbligo di utilizzo del promotore, non in tutti i casi, bensì solo in quelli in cui la tecnica impiegata consente “ una comunicazione individualizzata e una interazione immediata”<sup>23</sup>

Allo stato attuale della normativa poiché, come verrà di seguito meglio specificato, la sottoscrizione di prodotti o servizi finanziari tramite Internet deve ancora transitare per documenti cartacei e dunque, in qualche modo, richiede l'intervento di una persona fisica, il problema degli spazi lasciati da Internet alle relazioni personali tra cliente e promotore finanziario si pone in un momento successivo.

Per ogni ulteriore acquisto o dismissione del prescelto prodotto finanziario così come per la sottoscrizione di servizi innovativi o semplicemente per la definizione

---

<sup>23</sup> Cfr.art.76, comma 1, del regolamento n.11522/1998 e Comunicazione Consob DI/99091709 del 15 Dicembre 1999 , nella quale viene precisato che “ l'art.76, comma 1, del regolamento Consob 11522/1998 è esplicito nel prevedere l'utilizzo dei promotori per le tecniche di comunicazione a distanza che consentono congiuntamente sia la comunicazione individualizzata che l'interazione immediata. L'aggettivo immediata deve essere inteso in senso più ampio di quello letterale e qualifica tutte le forme di interazione in cui al ponderazione da parte dell'investitore della proposta ricevuta sia abbreviata dalla facilità di utilizzo della stessa tecnica.

attraverso *switch*, di una diversa *asset allocation* il cliente può passare per Internet e vedere eseguiti i suoi ordini in tempo reale.

L'interrogativo relativo al ruolo dei promotori finanziari non poteva essere trascurato dalla Consob che ha distinto, al riguardo, tra gestione di un sito e posta elettronica.

E' stato già chiarito in precedenza come entrambe le ipotesi possano qualificarsi come tecnica di comunicazione a distanza, conclusione che ha fatto sorgere qualche dubbio per il sito, considerato che per l'utilizzazione di questo l'iniziativa viene di fatto assunta dall'investitore.

A tale proposito si può osservare come l'attuale disciplina non richieda che il contatto tra intermediario e investitore, per essere rilevante, sia avviato su iniziativa del primo.

La circostanza che l'iniziativa provenga o meno dall'investitore non è invece irrilevante ai fini dell'individuazione della disciplina applicabile, in particolare dell'obbligo di avvalersi di promotori finanziari.

In definitiva, come già premesso, il regolamento 11522/1998, c.d. regolamento intermediari, all'art.76 prevede l'obbligatoria assistenza del promotore finanziario quando l'offerta sia stata effettuata mediante tecniche che consentono una comunicazione individualizzata ed una interazione immediata con l'investitore; la presenza invece non è più necessaria quando l'attività sia svolta su iniziativa dell'investitore e, a condizione che tale iniziativa non sia stata sollecitata con messaggi personali rivolti direttamente allo stesso

In definitiva, ne consegue che l'obbligo non possa sussistere, quasi per definizione, nel caso di gestione di un sito Internet, ove non venga integrata la comunicazione individualizzata.

Nel caso della posta elettronica, invece, sussiste di regola l'obbligo di utilizzo del promotore finanziario.

La Consob<sup>24</sup> ha precisato che per l'invio a mezzo della posta elettronica di "proposte a contenuto negoziale o promozionale" è necessaria la presenza del promotore finanziario, anche quando l'iniziativa sia assunta dall'investitore.

In sintonia alla disciplina dell'offerta fuori sede, l'obbligo di utilizzo del promotore finanziario risulta escluso quando l'iniziativa provenga dal cliente.

---

<sup>24</sup> Cfr. Comunicazione Consob n.99052838 del 7 Luglio 1999

La differenza è che nel collocamento a distanza l'iniziativa dell'investitore non soltanto deve sussistere al momento del primo contatto, ma deve anche permanere per tutta la durata del contatto.

Quando, invece il cliente adisca l'intermediario al mero fine di ottenere informazioni e l'intermediario gli invii successivamente una proposta a contenuto negoziale o promozionale, con l'intento di indurlo a investire in un prodotto determinato, si configurerebbe sollecitazione da parte dall'intermediario, rispetto al quale il cliente si verrebbe a trovare in una posizione di passività tale da giustificare l'attivazione della tutela del consumatore connessa alla presenza del promotore finanziario.

Le due tecniche di utilizzazione di Internet possono anche interagire, nel senso che se all'interno delle varie finestre che l'investitore può aprire, è predisposta anche la possibilità di richiedere informazioni ulteriori rispetto a quelle standardizzate all'interno del sito. Verrebbe così ad innestarsi un invio di messaggi individualizzati dall'intermediario all'investitore a mezzo della posta elettronica, con conseguente ribaltamento delle posizioni e ritorno dell'investitore in una posizione passiva che imporrebbe il ricorso al promotore finanziario.

La "navigazione" dell'investitore all'interno del sito si differenzia dall'ipotesi in cui l'investitore si rechi nelle dipendenze dell'intermediario per l'acquisto di prodotti finanziari, poiché in tal caso il legislatore non impone il promotore finanziario, neppure in presenza di un'offerta dell'intermediario.

La disciplina dall'offerta tramite sito risulta evidentemente più rigida rispetto alla disciplina dell'offerta fuori sede, in ragione del maggiore tasso di pericolosità che è insito nell'utilizzazione della prima tecnica certamente idonea a consentire una particolare facilità di accesso del cliente agli investimenti proposti.

Il rigore della disciplina è tuttavia bilanciato dalla possibilità per l'intermediario di utilizzare la tecnica del sito senza avvalersi necessariamente dell'apporto del promotore finanziario

L'accesso ai prodotti finanziari tramite Internet non danneggia i promotori, in primo luogo perché Internet rappresenta un canale complementare e assolutamente non concorrenziale rispetto alla rete di promotori finanziari; inoltre la c.d. finanza on line determina una differenziazione tra servizi facilmente disponibili a tutti attraverso la rete telematica, venduti senza particolari formalità, e servizi ad alto valore aggiunto ed a maggior contenuto di consulenza che continuano ad essere collocati tramite promotori finanziari.

L'inserimento di Internet nei canali distributivi dei prodotti finanziari crea nuove opportunità per i promotori che da semplici *broker* diventano *financial advisor*, offrendo un'attività di consulenza al cliente che riesce così ad ottimizzare le scelte di portafoglio ( c.d. *asset allocation*) in base ai suoi specifici obiettivi finanziari.

#### ***1.4 Trading on line e regole di comportamento***

La recente diffusione del trading on line induce a ritenere, in conformità anche all'orientamento della Consob, che gli intermediari hanno ampia libertà di ricorrere ad Internet per la prestazione dei propri servizi ma in un quadro che garantisca allo stesso tempo il rispetto delle regole di condotta vigenti.

Le regole di comportamento dettate dall'ordinamento per la prestazione dei servizi di investimento non vengono meno se l'impresa si avvale di Internet ma possono presentare modalità di adempimento particolari, in ragione della natura del mezzo utilizzato per rapportarsi alla clientela, per cui resta compito degli intermediari predisporre e attuare procedure tecniche ed operative che consentano il pieno ed effettivo rispetto della disciplina.

Con riferimento alla fase di avvio del rapporto con l'investitore la comunicazione Consob n. DI/30396 del 21 Aprile 2000 individua quali regole fondamentali:

- 1) L'identificazione della clientela ai fini della disciplina antiriciclaggio
- 2) L'informativa ai clienti
- 3) L'informativa da acquisire dai clienti

L'ordinamento giuridico internazionale e quello italiano hanno posto da sempre grande attenzione al sistema finanziario, soprattutto nell'ottica di garanzia dell'utenza, considerata l'importanza strategica del settore preposto a gestire le risorse economiche di tutta la collettività.

L'abbattimento delle barriere, la libera circolazione dei capitali e delle persone ha prodotto inevitabilmente anche un fenomeno di internazionalizzazione del crimine: il sistema finanziario è un punto obbligato di passaggio dei flussi finanziari e quindi anche di quelli provenienti dal riciclaggio.

In tal senso va interpretato l'intervento della Consob che nella comunicazione predetta ha ritenuto rilevante l'identificazione della clientela secondo quanto previsto dalla legge 197/1991 e dalla relativa normativa di attuazione.

L'obbligo di identificazione deve essere adempiuto attraverso l'acquisizione delle generalità complete e degli estremi di un documento di riconoscimento esibito da chi effettua l'operazione<sup>25</sup>.

E' evidente che la tecnica di contatto per via telematica, senza la presenza fisica del soggetto che effettua l'operazione, non consente l'identificazione, allo stato attuale, dato irrinunciabile della normativa antiriciclaggio, la quale prevede oltretutto una serie di sanzioni nell'ipotesi di operazioni poste in essere da soggetti non identificati. Il D.M. del 1991 contempla anche l'ipotesi di effettuazione delle operazioni senza la presenza del soggetto ma previa attribuzione di un codice conosciuto solo dal cliente<sup>26</sup> che serve al duplice scopo di identificare con certezza il soggetto e garantire l'uso in via esclusiva del servizio.

Ma come appare con evidenza, si tratta pur sempre di soggetti che intrattenendo un rapporto continuativo con l'intermediario sono stati già preventivamente identificati ai sensi della legge 197/1991.

Tale legge pone l'obbligo di identificazione a carico dell'intermediario (e sotto sua personale responsabilità), obbligo che consiste nella acquisizione per iscritto delle complete generalità dal soggetto che compie l'operazione o per cui compie l'operazione<sup>27</sup>; generalità e documenti di identificazione acquisiti dall'intermediario devono essere facilmente reperibili e inseriti entro 30 gg. in un archivio unico informatico.

Inoltre gli intermediari sono tenuti ad identificare le operazioni di importo "rilevante" ai sensi della legge predetta, mediante un codice creato appositamente unitamente al codice fiscale del soggetto.

L'identificazione è obbligatoria, pertanto, il trading on line non può operare se il soggetto non intrattiene un rapporto continuativo con l'intermediario, nel senso che attraverso la presenza fisica del soggetto sia stata effettuata, sul nascere del rapporto, l'identificazione dello stesso.

Il problema poi, si pone nel momento successivo, quello delle singole operazioni di trading.

L'esigenza di una successiva identificazione, oltre ad assolvere ad un obbligo di legge risponde alla necessità di avere la certezza circa la provenienza dell'ordine.

---

<sup>25</sup> cfr. D.M. 19 Dicembre 1991

<sup>26</sup> Il caso tipico considerato è quello delle operazioni agli sportelli automatici.

<sup>27</sup> Cfr. art. 2 legge 197/1991

Il problema potrebbe trovare soluzione facendo riferimento, in assenza di specifici riferimenti normativi, a disposizioni già esistenti: per esempio quelle dettate per le operazioni eseguite presso gli sportelli automatici, o all'istituto della firma digitale del quale si accennerà in seguito.

La possibilità di operare con il trading on line e le sue prospettive di sviluppo nel rispetto della normativa antiriciclaggio sono strettamente collegate alla presenza "necessaria" di un intermediario presso cui instaurare un rapporto che si caratterizzi per:

1. L'apertura di un conto con conseguente identificazione iniziale
2. Costituzione di una provvista
3. Identificazione, nei casi previsti dalla legge 197/1991, in occasione delle singole operazioni di trading

Esclusa la possibilità di effettuare trading anonimo e presente necessariamente un intermediario abilitato, il cliente di fatto viene a trovarsi sullo stesso piano di un cliente che opera per vie tradizionali ,così come, le procedure e le indicazioni saranno le medesime che oggi si utilizzano per un qualsiasi rapporto intrattenuto con l'intermediario finanziario .

Con Circolare<sup>28</sup>, l'UIC (servizio antiriciclaggio) ha ribadito come " un quadro operativo sufficientemente certo dei comportamenti da attuare nella identificazione dei clienti che operano a distanza costituisce presupposto indispensabile per isolare eventuali casi di irregolarità ed evitare alterazioni nei meccanismi di competizione sui mercati".

In tal senso l'UIC fornisce un parere interpretativo sulle possibili forme di identificazione degli investitori che operano a distanza, attraverso un riesame della normativa a livello internazionale e un suo adattamento alla nuova realtà.

Più in particolare si sottolinea come si possa utilizzare la via interpretativa per adeguare l'applicazione della normativa vigente alla evoluzione delle forme operative tenendo presente che il mezzo identificativo andrà valutato in relazione all'idoneità dello stesso ad ottenere il risultato atteso, ovvero una adeguata rappresentazione della situazione di fatto consistente nelle identità tra il soggetto già

---

<sup>28</sup> Cfr. Circolare UIC, servizio antiriciclaggio, del 31 Gennaio 2000, n.000479 in tema di *Applicazione della disciplina antiriciclaggio in materia di identificazione della clientela*.

identificato e quello che entra in contatto con un altro intermediario a sua volta destinatario dell'obbligo di identificare il soggetto.

Tra i criteri indicati come idonei, per consentire l'identificazione a distanza e la certezza dell'origine dei fondi assume rilevanza la modalità di pagamento effettuata a mezzo di bonifico; le modalità di attestazione dell'identità dell'investitore vengono infatti ricondotte:

1. in via implicita alla trasmissione di un bonifico dalla banca all'intermediario che deve procedere all'identificazione a distanza, a condizione che:

- il bonifico sia eseguito in ragione di un rapporto per il quale il cliente è stato opportunamente identificato;
- l'intermediario assegni al cliente un codice identificativo conosciuto dalla banca e riportato sul bonifico inviato all'intermediario;
- tutte le operazioni transitino per un unico conto d'appoggio, a garanzia della unicità della persona che effettua le operazioni.

2. in alternativa alla compilazione di un modulo, anche predisposto dall'intermediario che deve procedere all'identificazione, contenente i dati identificativi del cliente.

Le procedure sono applicabili al mercato finanziario interno e, per quanto riguarda i rapporti con l'estero, solo nei confronti di banche di Paesi GAFI<sup>29</sup> o, comunque dotate dei requisiti previsti dal D.M. 29/10/1993.

Per quanto concerne l'informativa ai clienti, la prestazione on line dei servizi di investimento non esonera l'intermediario dagli obblighi derivanti dalla vigente normativa.

In particolare l'art 21 del TUIF dispone che l'intermediario deve *“acquisire le informazioni necessarie dai clienti e fare in modo che essi siano sempre adeguatamente informati”*.

---

<sup>29</sup> Il GAFI ,Gruppo di Azione finanziaria internazionale, fondato nel luglio 1989 dai governi dei Paesi più industrializzati allo scopo di studiare le misure di contrasto alla penetrazione della criminalità organizzata sul sistema finanziario. Cfr.*Decalogo Banca d'Italia* del 1/11/1994, *Indicazioni operative per le segnalazioni di operazioni sospette*.

L'intermediario dovrà pertanto dotarsi di procedure e tecniche operative che gli permettano di fornire all'investitore i dati relativi all'investimento.

Il regolamento 11522 prevede più specificatamente l'obbligo dell'intermediario di consegnare il documento sui rischi generali<sup>30</sup> degli investimenti in strumenti finanziari (anche con riferimento ai servizi accessori a questi collegati), obbligo che potrà essere adempiuto anche mediante sito Internet c.d. informativa finanziaria.

Inoltre una comunicazione Consob<sup>31</sup> di Aprile, rileva come in un contesto che richiede agli intermediari di operare in modo che i clienti siano sempre adeguatamente informati, e in ragione del generale dovere di “*comportarsi con correttezza e trasparenza, nell'interesse dei clienti*”<sup>32</sup>, essi devono altresì far presente agli investitori, prima dell'avvio della prestazione del servizio, che la modalità di esecuzione on.line può indurre il risparmiatore a moltiplicare le transazioni operando in una prospettiva “*intraday*”; per cui vanno segnalati i rischi e i costi in termini di commissioni (queste ultime anche se di ammontare unitariamente minore).

Obbligo quest'ultimo che non si esaurisce alla prima operazione di *trading* ma è ricorrente.

Oltre a informare gli investitori, gli intermediari devono acquisire da essi le informazioni necessarie<sup>33</sup>.

Un intermediario deve valutare l'adeguatezza delle singole operazioni disposte dagli investitori ai sensi dell'art 29 del reg. 11522/1998, “*rispetto al profilo dell'investitore*”, ossia predisponendo a tal fine procedure predefinite che tengano conto delle caratteristiche oggettive dell'operazione considerata in rapporto al profilo soggettivo del cliente.

In tal senso andranno acquisite informazioni dall'investitore con riferimento “*alla sua esperienza in materia di investimenti in strumenti finanziari, la sua situazione finanziaria, i suoi obiettivi di investimento, la sua propensione al rischio*”<sup>34</sup>.

La disciplina vigente non precisando le modalità di acquisizione delle informazioni dagli investitori, lascia agli operatori ampia discrezionalità.

---

<sup>30</sup> cfr.art 28 ,comma 1, lett. b) del reg.11522/1998.

<sup>31</sup> cfr.Comunicazione Consob n. DI/30396 del 21 Aprile 2000. La comunicazione sottolinea inoltre, conformemente a legge, come l'obbligo degli intermediari di informare gli investitori delle perdite derivanti da operazioni su strumenti derivati..., debba essere adempiuto per iscritto ,rilevandosi al contempo l'opportunità che tale comunicazione sia anticipata via Internet.

<sup>32</sup> cfr.art 21, comma 1. lett. a), del D.lgs n.58/1998

<sup>33</sup> cfr. art 21 ,comma 1, lett. b) del TUIF

<sup>34</sup> cfr. art 28 ,comma 1, lett. a) del reg.11522/1998

L'unico rilievo risultante *ex lege* è quello che “ *l'eventuale rifiuto del cliente di fornire le notizie richieste deve risultare dal contratto...oppure da apposita dichiarazione sottoscritta dall'investitore*”<sup>35</sup>.

Neanche in tal caso gli intermediari sono esonerati dall'obbligo di valutare l'adeguatezza dell'operazione disposta dal cliente, in ossequio ai principi generali di correttezza, diligenza trasparenza.

La Consob suggerisce a tal proposito di tener conto di tutte le informazioni di cui l'intermediario dispone a partire dall'età, professione, fino alla situazione di mercato e alla pregressa attività dell'investitore.

L'obbligo assume profili specifici se l'operazione disposta dal cliente sia inadeguata e, si traduce in un obbligo di “astensione dall'effettuare con o per conto dell'investitore l'operazione inadeguata per tipologia, oggetto, frequenza, dimensione”.

Se l'investitore, poi, vorrà comunque procedere all'operazione, occorrerà la “conferma”, una manifestazione di volontà effettiva e consapevole, resa, anche tramite Internet, nell'ambito di un “percorso” nel quale il cliente sia posto nelle condizioni di dover attestare di voler da corso all'operazione pur avendo ricevuto dall'intermediario avvertenze circa l'inadeguatezza dell'operazione<sup>36</sup>.

Le stesse riflessioni possono essere fatte con riferimento ai conflitti di interesse.

Il problema del conflitto di interessi si concretizza in una esigenza di tutela dell'investitore nei confronti degli operatori professionali.

Si possono individuare due tipologie di ipotesi di conflitto d'interessi: conflitto d'interessi intrinseco ed un conflitto d'interessi estrinseco.

La prima individua l'ipotesi della normale contrapposizione di interessi che lega due parti dello stesso contratto e che le obbliga a svolgere una prestazione nell'interesse della controparte. Il contrasto sussiste tra l'interesse del cliente ad ottenere il miglior servizio e l'interesse dell'intermediario ad operare secondo le sue migliori convenienze operative.

Con l'espressione conflitto d'interessi estrinseco si fa invece riferimento al fatto che l'impresa d'intermediazione può perseguire, nello svolgimento del suo ruolo, un

---

<sup>35</sup> cfr. art 28 ,comma 1, lett. a) del reg.11522/1998.Non risultano ammesse forme alternative di espressione del rifiuto.

<sup>36</sup> L'intermediario è tenuto alla conservazione delle “ evidenze” attestanti il consapevole rilascio della conferma dell'ordine da parte del cliente,di cui deve essere garantita l'immodificabilità e l'accesso all'investitore. Cfr. Comunicazione Consob cit.

interesse diverso da quello che normalmente seguirebbe nel caso del compimento esclusivo di tale attività, in quanto derivante dallo svolgimento concorrente di altre attività di intermediazione.

La normativa regolamentare, in ossequio alle esigenze di tutela dell'investitore, dispone che *“gli intermediari autorizzati non possono effettuare operazioni...per conto della propria clientela se hanno direttamente o indirettamente un interesse in conflitto...a meno che non abbiano preventivamente informato per iscritto l'investitore sulla natura e l'estensione del loro interesse nell'operazione...”*<sup>37</sup>.

L'informazione circa la sussistenza del conflitto di interessi può essere resa dall'intermediario anche via Internet, purché in modo chiaro e garantendo che il cliente sia posto nelle condizioni di acquisirla su supporto duraturo.

*“L'assolvimento dei predetti obblighi informativi e il rilascio della autorizzazione da parte dell'investitore devono risultare da registrazione su nastro magnetico o altro supporto equivalente”*<sup>38</sup>: se il cliente decide di acconsentire all'operazione, seppur sussistendo un conflitto di interessi, può farlo manifestando la propria volontà attraverso Internet; sempreché la procedura tecnico operativa dell'intermediario sia strutturata in modo da richiedere all'investitore una manifestazione di consenso effettiva e consapevole, evitando cioè che il sito sia organizzato in modo da *“impostare per default”* l'opzione di conferma.

Anche in tal caso l'assolvimento degli obblighi informativi dell'intermediario e il rilascio della relativa autorizzazione devono risultare da apposite evidenze di cui deve essere garantita l'immodificabilità e la conservazione<sup>39</sup> oltre che l'accesso all'investitore<sup>40</sup>.

---

<sup>37</sup> cfr.art 27, comma 2, del regolamento 11522/1998

<sup>38</sup> cfr.nota 36

<sup>39</sup> cfr.art 69 del regolamento n.11522/1998.

### 1.5 La contrattazione on-line :profili giuridici .

L'utilizzo di Internet quale tecnica di comunicazione a distanza, per la promozione e il collocamento di prodotti e servizi di investimento pone, come premesso, una serie di problemi di carattere giuridico.

Analizzati i profili operativi del tema, si tratta a questo punto di definire le caratteristiche proprie dei contratti on line al fine di individuare gli strumenti giuridici atti a regolare una categoria negoziale così innovativa.

In generale può dirsi che contratto on line è "l'accordo fra persone , fisiche o giuridiche che instaurano rapporti negoziali e quindi reciproche obbligazioni fra le parti, utilizzando la rete telematica per manifestare l'espressione della volontà contrattuale"<sup>41</sup>(sarà meglio specificato in seguito il significato di "contratto on-line" con riferimento ai servizi finanziari, alla luce della proposta di direttiva in materia<sup>42</sup>.

Il contratto on line si caratterizza pertanto , per definizione, per il fatto di avvenire tra soggetti distanti e al di fuori di un'area fisica ( negozio ,ufficio o altro) territorialmente collocabile; e per la circostanza che l'esecuzione si svolge , in tempo reale , su di un network di computer connessi tra loro da una rete telematica.

La sua particolare natura, per gli aspetti non ancora regolati, rinvia inevitabilmente a strumenti legislativi già esistenti richiedendo, ove possibile, un'applicazione estensiva degli stessi.

In particolare ci si chiede se l'offerta tramite Internet configuri o meno un'offerta al pubblico ex art.1336 c.c.

L'offerta al pubblico è una proposta contrattuale *sui generis* caratterizzata dal fatto di essere indeterminata, rivolta ad una pluralità incerta di persone , appartenenti ad una collettività più o meno ampia .

Note rilevanti dell'istituto sono pertanto la variabilità dei destinatari e l'impossibilità di individuarli con precisione.

---

<sup>40</sup> Cfr.art.28, comma 5, del regolamento n.1152271998

<sup>41</sup> EPIFANI D., in *Commercio Elettronico*, Legge &Fisco 2000

<sup>42</sup> Cfr.Proposta di direttiva COM(98)468 del 14 Ottobre 1998: il suo iter legislativo, al pari di quello della direttiva "madre"è stato lungo e ancora non è concluso , a causa di vari punti controversi.

Secondo il codice civile , qualora l'offerta al pubblico abbia gli estremi del contratto, vale come proposta, cosicché il contratto è concluso qualora qualcuno del pubblico accetti l'offerta.

L'offerta tramite internet può certamente configurare un'offerta al pubblico quantomeno perché la presenza in rete integra il requisito del "pubblico".

Maggiori problemi sorgono allorché l'offerta sia limitata solo ai soci di una associazione o ai correntisti di una banca, a coloro che si sono registrati su un sito e abbiano assunto impegni specifici per l'accesso a servizi particolari.

Considerando la "estesa" clientela delle banche o la diffusione di massa delle registrazioni ai siti , in cui l'*intuitus personae* è sostanzialmente inesistente, non dovrebbe essere difficile ricondurre un'offerta tramite e-mail alla fattispecie dell'offerta al pubblico.

Meno problemi sorgono nel caso di sito web, quando contiene proposte contrattuali standardizzate aderendo alle quali , con modalità varie, incluso l'utilizzo di strumenti messi a disposizione dallo stesso sito gli investitori possono acquistare o sottoscrivere prodotti finanziari ovvero costituire rapporti aventi ad oggetto la prestazione di servizi di investimento.

Esso può qualificarsi ,e ciò risulta confermato dalla stessa Consob, come offerta permanente rivolta al pubblico indeterminato degli investitori attuali e potenziali.

Una particolare attenzione all'aspetto caratteristico della negoziazione on line , al "tasto negoziale virtuale",il mezzo che consente tramite un "point and click" di concretare l'eventuale accettazione da parte dell'utente: è attraverso il puntamento del mouse su un'area definita e la susseguente pressione del tasto che si realizza quel comportamento concludente che costituisce l'operazione di acquisto e l'assunzione delle obbligazione relative.“ Modalità gestuale di concludere un accordo e di assumere gli obblighi che ne derivano”<sup>43</sup>, alla quale la giurisprudenza, con riferimento ad altre e diverse ipotesi specifiche, ha riconosciuto valenza negoziale in considerazione del fatto che l'impiego avveniva tra soggetti non solo informati, ma precedentemente autorizzati ed operanti in settori specifici e delimitati dell'attività economica.

---

<sup>43</sup> ...” Non è una novità assoluta in campo commerciale.Si pensi ai gesti o segni che hanno valore impegnativo e concludente in una vendita all'asta, ai gesti scaramantici che si scambiavano gli operatori nel salone della Borsa per l'acquisto o la vendita di pacchetti azionari. Cfr.nota 1

In generale perché un gesto assuma valore negoziale e sia impegnativo devono concorrere condizioni precise: soggetti informati e autorizzati, ambiente economico definito, gestualità concordata che diventa prassi e quindi regola all'interno di un determinato mercato.

Il "point of click" è il punto d'arrivo di un percorso tramite il quale vengono illustrate al consumatore le condizioni contrattuali, con le modalità che verranno meglio in seguito specificate, e ribadite prima dell'assunzione di specifici obblighi contrattuali, cosicché esso assume valore di vincolo giuridico solo a condizione che, dopo un percorso conoscitivo adeguato, il consumatore abbia potuto esprimere con piena consapevolezza la propria volontà contrattuale.

## ***1.6 Il momento e il luogo di conclusione del contratto on line.***

Le regole generali dettate dal legislatore in tema di conclusione del contratto vanno prese in considerazione facendo riferimento alle particolari caratteristiche dei contratti conclusi on- line.

In genere, un contratto si ritiene concluso quando “chi ha fatto la proposta ha conoscenza dell'accettazione dell'altra parte”<sup>44</sup> in ragione del fatto che proposta e accettazione sono atti per definizione recettizi, nel senso che per perfezionarsi devono essere portati a conoscenza del destinatario, e poiché il contratto è l'incontro di due volontà esso sarà concluso quando ciascuna delle parti contrattuali avrà conoscenza della volontà dell'altra( reale o presunta che sia).

Nell'ipotesi di conclusione del contratto tramite **e-mail**, assume rilevanza la presunzione di conoscenza che la legge riconduce alla circostanza che proposta e accettazione siano pervenute all'**indirizzo** del destinatario<sup>45</sup>.

Sebbene la norma legislativa intenda il termine indirizzo in senso tradizionale, come luogo cui il soggetto risulti collegato da una ordinaria frequenza, la giurisprudenza in più occasioni ha ribadito l'estensibilità del concetto di indirizzo al luogo pattiziamente fissato per le comunicazioni, consentendo pertanto di poter ricondurre alla nozione di cui all'art 1335 cod. civ. anche l'indirizzo e-mail comunicato dall'interessato a terzi.

Lo stesso principio vale oltremodo per proposte e accettazioni effettuate tramite **sito web** individuandosi, in tale ipotesi, il momento conclusivo del contratto, in quello in cui l'impulso elettronico da parte dell'accettante sarà giunto al computer del proponente.

In definitiva per un contratto on- line si dovrà aver riguardo al momento in cui il messaggio o l'impulso arriva al *server* del *provider* che fornisce il servizio di connessione del destinatario.

Da questo momento il messaggio è nella disponibilità del suo destinatario e quindi da esso conoscibile.

---

<sup>44</sup> Cfr. Art.1326 c.c

<sup>45</sup> Si presume la conoscenza quando proposta e accettazione giungono all'indirizzo del destinatario, se questi non prova di essere stato senza sua colpa, nell'impossibilità di averne notizia.Cfr.art.1335 c.c.

Il provider fungendo da sorta di casella postale, conserverà il messaggio fino al momento in cui il destinatario lo leggerà.

Il destinatario pertanto ha l'onere di controllare la sua posta, potendo superare la presunzione di "conoscibilità" dettata dall'art.1335 solo dimostrando di essersi trovato senza sua colpa nell'impossibilità di conoscerlo.

Il concetto di impossibilità rinvia necessariamente alle pronunce giurisprudenziali in materia e, tenuto conto della particolarità del mezzo utilizzato per la conclusione del contratto, risulteranno rilevanti, a tal fine, altre circostanze quali, per esempio, il mancato funzionamento del sistema informatico o il guasto nel sistema di gestione della posta.

Lo schema tipico di formazione del contratto, che si articola nello scambio tra proposta e accettazione, subisce un'eccezione nell'ipotesi in cui la conclusione del contratto si verifica mediante inizio di esecuzione della prestazione, senza alcuna preventiva dichiarazione di accettazione da parte dell'oblato, se l'agire del "cybercontraente" integra senza dubbio gli estremi di un comportamento che, per il suo oggetto e contenuto, è diretto a dare seguito alla proposta.

In realtà va precisato come la ratio della disposizione di cui all'art.1327 cod.civ.<sup>46</sup> relativa alla conclusione del contratto mediante inizio di esecuzione della prestazione vada individuata nella necessità di tutelare quel particolare interesse del proponente ad una pronta ed immediata esecuzione della prestazione da parte dell'oblato.

Al riguardo, tuttavia, potrebbe affermarsi che l'impiego di mezzi telematici per il perfezionamento del contratto ha in definitiva eliminato quei motivi di opportunità che in concreto spingono il proponente a richiedere l'applicazione di un procedimento formativo nel quale le ragioni di speditezza prevalgono su quelle della certezza circa l'avvenuta accettazione da parte dell'oblato.

Infatti la preventiva dichiarazione di accettazione non comporta apprezzabili ritardi nell'adempimento proprio perché le informazioni vengono veicolate e portate a destinazione in tempo reale dal nuovo *medium*.

---

<sup>46</sup> Rievoca il contenuto dell'art.1327 cod.civ. quanto previsto nel comma 3 dell'art.18 della Convenzione di Vienna sulla vendita internazionale di beni mobili. Esso dispone infatti che: "...se, in virtù della proposta o in conseguenza della pratiche che le parti hanno instaurato tra loro o degli usi, il destinatario della proposta può manifestare il suo consenso compiendo un atto che si riferisca, per esempio, alla spedizione di beni o al pagamento del prezzo,...l'accettazione produce effetto al momento in cui l'atto è compiuto". Cfr. PASQUINO, *La vendita attraverso reti telematiche : profili civilistici*, in *Dir.Inf.*,1990,p.697 e ss.

In concreto è dunque esiguo lo spazio per una conclusione del contratto tramite inizio di esecuzione, in quanto i nuovi strumenti elettronici consentono di cumulare il vantaggio della rapidità nella conclusione dei contratti con quello della certezza delle situazioni giuridiche

La regola che attribuisce all'esecuzione valore costitutivo della fattispecie negoziale in ragione della proposta, degli usi o della natura dell'affare merita di essere sottolineata con riferimento ai negozi stipulati tramite internet.

In particolare è lecito chiedersi fino a che punto i contratti c.d. telematici siano suscettibili di perfezionarsi con l'esecuzione "al di fuori di un atto partecipativo dell'oblatore"<sup>47</sup>.

Parte della dottrina<sup>48</sup> ha individuato una ipotesi di conclusione mediante esecuzione del contratto nella circostanza in cui, nell'ambito di una vendita per via telematica, all'ordine di acquisto segua il contestuale pagamento del prezzo, attraverso una operazione di addebito-accredito, rispettivamente a carico del compratore ed a favore del venditore (trasferimento elettronico di fondi).

Si è sostenuto pure che anche la semplice indicazione del proprio numero di carta di credito vale quale inizio dell'esecuzione ex art.1327 c.c.

In realtà però digitare il numero della carta di credito comporta accettazione ma non esecuzione, perché la digitazione non è pagamento( ma autorizzazione a riscuotere presso l'emittente della carta)<sup>49</sup>

La legge inoltre non definisce specificamente il **luogo** di conclusione del contratto nonostante i notevoli risvolti in termini di determinazione della competenza giurisdizionale, degli aspetti fiscali ( il regime impositivo da adottare).

La particolarità del mezzo utilizzato rende difficile determinare il luogo di conclusione del contratto in aderenza al dettato dell'art.1335 cod. civ. in base al quale esso corrisponde a quello in cui si trova il proponente al momento in cui viene a conoscenza dell'accettazione della sua proposta; ciò comporterebbe che se il proponente ne avesse notizia in un luogo diverso dal suo indirizzo ex art 1335 cod. civ. rileverebbe questo diverso luogo.

---

<sup>47</sup> Cfr. SCOGNAMIGLIO R., *Dei contratti in generale*, Commentario del Codice civile Scialoja-Branca, Bologna p.116

<sup>48</sup> Cfr. GIANNANTONIO E, *Trasferimenti elettronici di fondi e autonomia privata*, Milano, 1986; FANTOZZI L., *Il trasferimento elettronico di fondi*, in *Giur. comm*, 1992,I,pag.1117.

<sup>49</sup> OPPO, "Disumanizzazione del contratto ?" in *Riv. Dir. Civ.*, I,1998, p.525

L'applicazione di questo principio alla contrattazione via e-mail considerando la natura mobile del mezzo utilizzato, comporta che essa possa avvenire in movimento, cosicché potranno verificarsi due ipotesi:

- il proponente ha notizia dell'accettazione nella sua sede che pertanto costituirà il luogo di conclusione del contratto;
- il proponente ha notizia dell'accettazione scaricando il messaggio nel luogo in cui si trova in un determinato momento: sarà questo il luogo di conclusione del contratto.

E' innegabile che una soluzione di tal genere comporti una serie di inconvenienti soprattutto per il fatto che il proponente può scaricare i messaggi in qualunque posto del mondo venga a trovarsi con conseguenze in termini di legge applicabile aberranti<sup>50</sup>.

Sicuramente in tal senso è auspicabile un intervento del legislatore che preveda, per i contratti on line, come luogo di conclusione del contratto, quello in cui risiede il *server* del *provider* con cui il proponente ha stipulato il contratto di accesso alla rete e dove di norma viene indirizzata la sua posta elettronica; mentre per i contratti con inizio di esecuzione regolati dall'art.1327 cod. civ. il momento di conclusione coinciderà con quello in cui si è dato inizio da parte dell'accettante all'esecuzione e il luogo sarà quello in cui l'accettante ha dato inizio all'esecuzione del contratto (con il pagamento dei beni e dei servizi offerti) o più precisamente con il luogo in cui risiede il sistema informatico dell'accettante.

Va precisato che la connotazione dell'accettante rileva per l'identificazione del luogo di conclusione del contratto nel senso che nell'ipotesi in cui esso sia un consumatore esso coincide, sempre, per legge, con quello in cui risiede l'accettante (e quindi giurisdizione competente sarà quella del consumatore).

---

<sup>50</sup> Il proponente viene a conoscenza, scaricando la posta, dell'accettazione della sua proposta mentre si trova in vacanza, per es in Brasile, per cui dovrebbe affermarsi in ossequio all'art.1335 cod. civ. che il luogo di conclusione del contratto sia il Brasile e la legge applicabile quella italiana.

### *1.7 La “vendita a distanza di servizi finanziari”: la fase della contrattazione.*

Come già premesso la regolamentazione dei contratti on line è avvenuta facendo ricorso a istituti del diritto già noti, estesi analogicamente alle nuove forme contrattuali in rete.

A questo punto si è posto un problema, quello del coordinamento delle legislazioni dei vari Paesi dell'Unione europea interessati allo sviluppo dell'e-commerce.

Il tentativo di omogeneizzare<sup>51</sup> la normativa ha dato i suoi frutti dal momento che l'Unione europea, con varie proposte di direttive ha cercato di dare una regolamentazione e un indirizzo unitario ai Governi degli Stati membri per favorire la risoluzione di problemi generati dal diffondersi di questo nuovo mercato via rete.

Più in particolare, una recente proposta di direttiva dell'Unione europea concernente la vendita a distanza di servizi finanziari (n.51999PC0385) ha ad oggetto il ravvicinamento delle disposizioni legislative, regolamentari ed amministrative degli Stati membri relative alla vendita a distanza di servizi finanziari ai consumatori.

Essa regola soltanto alcuni aspetti del fenomeno, quelli concernenti la fase di conclusione del contratto e l'eventuale fase patologica dello stesso.

La direttiva più generale sulle vendite a distanza 97/7Ce escludeva dal proprio ambito di applicazione i servizi finanziari, la proposta di direttiva di cui sopra, invece, si applica solo ai contratti a distanza aventi ad oggetto strumenti finanziari, stipulati tra un fornitore ed un consumatore nell'ambito di un sistema di vendita o di prestazione di servizi<sup>52</sup> a distanza organizzato dal fornitore, che per tale contratto impieghi tecniche di comunicazione a distanza fino alla conclusione del contratto, compresa la conclusione del contratto stesso.

La definizione di contratto risultante dalla direttiva non lascia molto spazio a interpretazioni estensive, nel senso che restringe di molto il suo ambito di applicazione richiedendo la non occasionalità nella conclusione del contratto e la qualità di consumatore in capo ad uno dei contraenti.

---

<sup>51</sup> E' stato seguito un “maximum harmonisation approach” e, pertanto è stata scartata l'adozione della clausola c.d. minima, per cui gli Stati Membri non sono abilitati ad adottare o a mantenere misure che garantiscano ai consumatori una protezione maggiore di quella assicurata dalle misure della direttiva.

<sup>52</sup> La proposta di direttiva definisce servizio finanziario qualunque servizio bancario, assicurativo, d'investimento e di pagamento. (cfr. art. 2, lett. b).

Probabilmente il senso della prima restrizione può individuarsi nella circostanza che fornitori di servizi di investimento a distanza, come già anticipato, non possono che essere soggetti abilitati a svolgere l'attività professionalmente, e la professionalità nello svolgimento presuppone la non occasionalità.

E' ovvia poi la ragione del secondo limite, in quanto, uniformemente alla ratio della direttiva più generica sulle vendite a distanza risponde alle esigenze di tutela dell'investitore quando esso sia un consumatore ossia la persona fisica residente nel territorio della Comunità che agisce per fini che non rientrano nel quadro della sua attività commerciale o professionale.

La direttiva tutela il consumatore in una duplice direzione, stabilendo:

1. un obbligo per il fornitore di informare i consumatori di una serie di dati<sup>53</sup> evidentemente rilevanti ai fini della determinazione del consenso nella fase precedente la conclusione del contratto ( in tal senso differenziandosi rispetto alla originaria proposta di direttiva<sup>54</sup> per aver sostituito il periodo di riflessione, c.d. warming up, prima della conclusione del contratto, con un generale obbligo di informazione);
2. un diritto di recesso<sup>55</sup> al consumatore meno limitato nel suo esercizio .

Le finalità di una regolamentazione in tal senso sono messe in evidenza nei considerando della direttiva che sottolineano l'essenzialità che i consumatori possano accedere a tutta la gamma di servizi disponibili all'interno della Comunità per poter infine scegliere quelli che maggiormente rispondono ai propri bisogni , il tutto all'interno di un apparato normativo che predisponga strumenti di tutela idonei ad accrescere la fiducia del consumatore nell'utilizzazione delle nuove tecniche di commercializzazione a distanza dei servizi finanziari.

Quanto all'obbligo informativo incombente sul fornitore va rilevato come pur in assenza della proposta in questione e come già precisato, rientri tra gli obblighi propri degli intermediari, ai sensi dell'art.28 del regolamento Consob 11522/1998 trasmettere all'investitore tutte le informazioni attinenti il profilo oggettivo dell'operazione,

---

<sup>53</sup> Cfr. Art.3 della proposta di direttiva cit.

<sup>54</sup> COM(98)468 presentata dalla Commissione in data 19/11/1998 e pubblicata in GUCE C385 dell'11/12/1998.

spettando invece all'intermediario valutare l'adeguatezza dell'operazione con riferimento al profilo soggettivo.

La comunicazione Consob del 15 Dicembre 1999<sup>56</sup> specifica gli obblighi informativi, e chiarisce che l'adempimento degli stessi può avvenire validamente anche tramite sito internet<sup>57</sup>, purché le informazioni siano fornite in modo chiaro ed intelligibile, e tali da poter essere visionate prima di aderire all'offerta.

La proposta parla di "informazioni rese in modo chiaro e comprensibile tramite qualunque mezzo adeguato alla tecnica di comunicazione a distanza utilizzata...<sup>58</sup>" e prevede, all'art 3 *bis* che le medesime, insieme alle condizioni contrattuali vengano comunicate su supporto cartaceo o altro supporto durevole successivamente alla conclusione del contratto<sup>59</sup>.

Può notarsi come la ratio sia la medesima in quanto scaturente da un più generale principio di lealtà in materia di transazioni commerciali, per quanto nonostante l'obiettivo sia il raggiungimento di un elevato livello di protezione per il consumatore la proposta di direttiva releghi alla fase successiva alla conclusione del contratto l'obbligo di rendere tangibili le informazioni dapprima fornite in via virtuale.

Non trascurabile, pertanto, l'incoerenza della disposizione rispetto all'obiettivo, sottolineato nel 1° Considerando della proposta.

In ogni caso il dies a quo del diritto di recesso risulterà delinearci proprio con riferimento al momento in cui verrà effettuata la comunicazione, prima della conclusione del contratto o dopo: dalla stipula del contratto nel primo caso,

---

<sup>55</sup> Cfr. Art.4 della proposta di direttiva cit.

<sup>56</sup> Cfr. Consob, Comunicazione del 15/12/1999 DI/99091709

<sup>57</sup> In questo senso gli artt.11, comma 1, e 12 del D.P.R 31 Novembre 1997, n.513 : essi dispongono che non solo sono validi e rilevanti a tutti gli effetti di legge i contratti stipulati con strumenti informatici o per via telematica mediante l'uso della firma digitale ( art.11), ma anche che il contenuto del documento informatico trasmesso per via telematica si intende inviato e pervenuto al destinatario se trasmesso all'indirizzo di posta elettronica da questi dichiarato( art.12) e che la trasmissione del documento informatico per via telematica, con modalità che assicurano la sicura ricezione, equivale a notificazione a mezzo posta nei casi consentiti dalla legge. Cfr. GAMBINO A., *Firma digitale*, in Enc. Giur. Treccani

<sup>58</sup> Già la direttiva 97/7/Ce precisava nel 13°considerando "che l'informazione diffusa da talune tecnologie elettroniche ha spesso un carattere effimero in quanto essa non è ricevuta da un supporto durevole; che è necessario che il consumatore riceva, in tempo utile, per iscritto, informazioni necessarie alla buona esecuzione del contratto ";l'accordo contrattuale può infatti concretizzarsi in dichiarazioni effimere ai limiti della validità. Da qui la necessità di accompagnare i prodotti forniti con un documento cartaceo che descriva il contenuto del contratto, un'informazione postuma insomma rispetto all'accordo telematico necessaria se raccordata con la possibilità di esperire il recesso.

<sup>59</sup> Nella precedente proposta si prevedeva un obbligo di comunicazione di tutte le condizioni contrattuali prima della conclusione del contratto, e si faceva decorrere da tale comunicazione il periodo di riflessione.

dall'avvenuta ricezione delle informazioni (ma solo ed esclusivamente quando il contratto è stato concluso su domanda esplicita del consumatore senza che lo stesso avesse la disponibilità di tali notizie), nel secondo.

La possibilità di esercitare il diritto di recesso è esclusa nell'ipotesi di servizi per i quali il diritto di recesso potrebbe comportare un obbligo di speculazione, riguardando strumenti finanziari il cui prezzo dipende da fluttuazioni nei mercati che non possono essere controllate dal fornitore (operazioni in cambi, contratti a termine e opzioni).

Il recesso è consentito al consumatore invece in tutti gli altri casi, in particolare meritano di essere sottolineate l'ipotesi in cui ci stato inizio di esecuzione del contratto (con obbligo di corresponsione da parte del consumatore di una somma forfettaria), e quella, sempre in corso di esecuzione del rapporto, senza alcun limite temporale, qualora il consumatore sia stato incitato in modo sleale dal fornitore a stipulare il contratto.

In quest'ultimo caso non è dovuto nulla dal consumatore, anzi è previsto un suo diritto all'ottenimento del risarcimento del danno subito in base alla normativa nazionale, e sembrerebbe ai fini di una effettiva tutela del consumatore che questa previsione possa essere estesa anche ai contratti per i quali è escluso lo *ius poenitendi generale*<sup>60</sup>.

La direttiva non specifica quale debba essere il contenuto del contratto tra fornitore e consumatore, ma è probabile che le disposizioni relative alle informazioni preventive e obbligatorie finiscano con il configurarsi, nella prassi, quale contenuto tipico dei contratti a distanza di vendita di servizi finanziari.

Quanto al momento conclusivo del contratto, la proposta non aggiunge nulla al fine di colmare le lacune sussistenti, nel senso che si limita a precisare nelle definizioni che anche la conclusione, che si concretizza nella sottoscrizione del contratto, deve avvenire attraverso tecniche di comunicazione a distanza.

Allo stato tuttavia l'elemento che non appare ancora integrato con il nuovo media è proprio la sottoscrizione.

La Consob non ha dato peso alla normativa che concede validità ai documenti informatici sottoscritti con firma digitale (che permette, fra l'altro la certa identificazione del sottoscrittore).

---

<sup>60</sup> Va sottolineata la previsione della inderogabilità delle disposizioni della proposta di direttiva in questione (art 11), con la conseguenza che i diritti del consumatore non sono rinunciabili neanche dall'interessato: se non previsti nel contratto costituiranno oggetto di integrazione ex lege, e ove esclusi la clausola che ne prevede la limitazione o l'esclusione sarà nulla e sostituita di diritto in conformità alla direttiva.

L'obbligo di identificare l'investitore direttamente e personalmente viene invece assolto mediante un contatto personale fra quest'ultimo e l'intermediario, almeno all'inizio del rapporto.

Peraltro la Consob ha ritenuto legittimo che la sottoscrizione, nella specie di quote di un fondo comune possa avvenire mediante la restituzione all'intermediario (per mezzo del servizio postale) del modulo di sottoscrizione "prelevato" dal web.

L'investitore dovrà firmare e compilare il modulo di sottoscrizione in ogni sua parte, nonchè inviare fotocopia di un documento di identità e la scheda contenente le informazioni sull'investitore (anch'essa scaricata dal web).

La medesima procedura viene utilizzata per la conclusione dei contratti di trading online, ad oggi la Consob non ha eccepito alcunché in merito.

Come anticipato, in relazione al rispetto della "normativa antiriciclaggio", la Consob segnala che tale procedura non è in linea con l'orientamento espresso dall'UIC, secondo il quale è necessario che l'investitore sia direttamente identificato da almeno un intermediario<sup>61</sup>.

Ogni ulteriore operazione successiva a quella appena descritta, può essere conclusa in maniera virtuale, tramite l'utilizzo di una password e successiva conferma dell'esecuzione dell'ordine impartito tramite invio di un messaggio di posta elettronica, che l'intermediario dovrà integrare con una nota informativa sull'operazione eseguita.

---

<sup>61</sup> In particolare, secondo l'UIC l'intermediario interessato è tenuto o ad identificare direttamente il nuovo cliente nella fase di avvio del rapporto tramite personale incaricato oppure, nell'impossibilità dell'identificazione diretta, ad acquisire un'idonea attestazione rilasciata da altro intermediario che abbia già provveduto per i propri fini, all'identificazione dell'investitore.

## **1.8 Il ruolo della Consob nella finanza on-line**

Nel panorama delineato una posizione di rilievo ricopre la Consob che, oltre ad essere autorità designata per l'esercizio dell'attività di vigilanza per i profili di sua competenza<sup>62</sup>, diventa il catalizzatore delle nuove energie che mercato e investitori vanno via via generando.

Il suo ruolo in una prospettiva che veda andare di pari passo l'innovazione tecnologica e l'evoluzione giuridica si connota di caratteri significativi e allo stesso tempo complessi.

In negativo può senza dubbio dirsi che l'Autorità non dovrebbe ostacolare l'utilizzo della rete Internet da parte degli operatori (intermediari, emittenti, risparmiatori, mercati, fornitori di ricerca economica) costituendo esso mezzo propulsivo dello sviluppo del mercato; in positivo e in esecuzione delle sue generali funzioni, dovrà impiegare la rete quale strumento di vigilanza e di comunicazione con il mercato favorendo la qualità dell'informazione nella rete e, prevenendo (e quando occorre reprimendo) gli utilizzi fraudolenti della stessa, educare gli investitori all'utilizzo consapevole dell'informazione.

L'azione della Consob, al fine di monitorare le attività su Internet, risulta tanto più efficace quanto più ad ampio spettro sono le informazioni di cui essa venga in possesso. Sarebbe auspicabile, pertanto, la costituzione di un patrimonio informativo di vigilanza, disponibile su Internet al mercato e a tutti i potenziali utilizzatori, condiviso a livello di organismi sopranazionali di nuova costituzione, posti sullo stesso piano di organizzazioni esistenti (IOSCO o UE) con forti capacità di indirizzo e coordinamento di tipo normativo e operativo<sup>63</sup>.

In quest'ottica è auspicabile l'elaborazione da parte della Consob di regole aggiuntive, specifiche e generiche relative alla diffusione di informazioni e al controllo sulla loro osservanza.

Un mercato efficiente presuppone una capillare diffusione di informazioni tra tutti i partecipanti al mercato al fine di evitare asimmetrie informative tali da impedire il funzionamento del mercato globale.

---

<sup>62</sup> La Consob è competente per quanto riguarda la trasparenza e la correttezza dei comportamenti. Cfr. art.5 T.U.I.F.

<sup>63</sup> Si parla in tal senso di "vigilanza internazionale".Cfr. CONSOB ( DIVISIONE INTERMEDIARI), *Seminario:Ateneo- Banca Impresa-Istituto Studi Bancari Lucca sul Trading on-line*,Milano 2000.

L'investitore poi, solo se in possesso di tutte le informazioni disponibili sarà in grado di valutare correttamente le sue scelte, la c.d. attitudine selettiva dell'investitore.

Con le comunicazioni della Consob che sono state analizzate in questo scritto, sono state fissate in linea generale quantità, qualità e modalità dell'informazione da rendere al mercato e agli investitori al fine di garantire il rispetto di uno standard..

Sono tuttavia “comunicazioni”, manifestazione dell'attività di “giurisprudenza creativa” dell'autorità di vigilanza: precetti non vincolanti ma che impegnano i soggetti vigilati in quanto costituiscono le linee guida su determinati aspetti dell'attività di vigilanza.

In tal modo si orientano e si promuovono i risultati desiderati attraverso un'azione persuasiva, secondo le tecniche della *moral suasion*.

In linea generale l'utilizzo di Internet nella finanza non presenta alcuna limitazione giuridica ma la Consob potrà intervenire con adattamenti coerenti alle specificità dello strumento, ossia cercando di coniugare il carattere di “libertà” rappresentato da Internet con l'esigenza di tutela degli interessi generali degli investitori; regole flessibili che si adattino ad ogni contesto operativo.

Sono state delineate, a seguito di studi di ricerca<sup>64</sup>, alcune ipotesi di intervento della Consob con riferimento all'attività di collocamento e offerta fuori sede:

- a) Previsione di un archivio dei prospetti elettronici
- b) Definizione dei criteri di esecuzione in Italia delle offerte transfrontaliere
- c) Ricezione dati e segnalazioni di vigilanza via Internet
- d) Partecipazione alle assemblee societarie via Internet

In definitiva essendo Internet un fenomeno transnazionale richiede un'ottica di vigilanza che adotti comportamenti e strategie coerenti.

---

<sup>64</sup> Cfr. nota 20.