

**Luiss**

Libera Università  
Internazionale  
degli Studi Sociali  
**Guido Carli**

**CERADI**

Centro di ricerca per il diritto d'impresa

## La disciplina integrata del *trading on line* nella normativa italiana

**Fabio Coco**

**febbraio 2003**

© Luiss Guido Carli. La riproduzione è autorizzata con indicazione della fonte o come altrimenti specificato. Qualora sia richiesta un'autorizzazione preliminare per la riproduzione o l'impiego di informazioni testuali e multimediali, tale autorizzazione annulla e sostituisce quella generale di cui sopra, indicando esplicitamente ogni altra restrizione

<b><u>1.1 INTRODUZIONE.....</u></b>	<b><u>4</u></b>
<b><u>1.2 IL SISTEMA DELLE FONTI.....</u></b>	<b><u>4</u></b>
<b><u>1.3 LA PROMOZIONE E IL COLLOCAMENTO A DISTANZA DEI PRODOTTI FINANZIARI E DEI SERVIZI DI INVESTIMENTO ...</u></b>	<b><u>5</u></b>
<b><u>1.4 INTERNET COME TECNICA DI COMUNICAZIONE A DISTANZA .....</u></b>	<b><u>10</u></b>
<b><u>1.5 IL SITO WEB .....</u></b>	<b><u>11</u></b>
<b><u>1.6 LA POSTA ELETTRONICA.....</u></b>	<b><u>12</u></b>
<b><u>1.7 L'OBBLIGO DI AVVALERSI DI PROMOTORI FINANZIARI... </u></b>	<b><u>13</u></b>
<b><u>1.8 IL LINK .....</u></b>	<b><u>16</u></b>
<b><u>1.9 L'OGGETTO DELL'ATTIVITÀ DI PROMOZIONE E COLLOCAMENTO A DISTANZA.....</u></b>	<b><u>18</u></b>
<b><u>1.10 I SOGGETTI CHE SVOLGONO L'ATTIVITÀ DI PROMOZIONE E COLLOCAMENTO A DISTANZA .....</u></b>	<b><u>20</u></b>
<b><u>1.11 LA PROMOZIONE E IL COLLOCAMENTO A DISTANZA IN ITALIA - LA LEGGE APPLICABILE AL CONTRATTO .....</u></b>	<b><u>26</u></b>
<b><u>1.12 LE ALTRE REGOLE CONTENUTE NEL REGOLAMENTO CONSOB 11522 .....</u></b>	<b><u>33</u></b>
<b><u>1.13 LA DEFINIZIONE DI TRADING ON LINE.....</u></b>	<b><u>34</u></b>
<b><u>1.14 LA FORMA DEL CONTRATTO DI PRESTAZIONE DI SERVIZI D'INVESTIMENTO .....</u></b>	<b><u>36</u></b>
<b><u>1.15 LA DISCIPLINA ANTIRICICLAGGIO.....</u></b>	<b><u>39</u></b>
<b><u>1.16 LA CIRCOLARE DELL'UFFICIO ITALIANO CAMBI N. 455 DEL 31 GENNAIO 2000 .....</u></b>	<b><u>41</u></b>
<b><u>1.17 IL PARERE DELL'UFFICIO ITALIANO CAMBI DEL 14 GIUGNO 2001.....</u></b>	<b><u>43</u></b>

<b><u>1.18 IL QUADRO NORMATIVO DI RIFERIMENTO IN MATERIA DI INFORMAZIONI.....</u></b>	<b><u>45</u></b>
<b><u>1.19 L'INFORMATIVA DA RENDERE AI CLIENTI.....</u></b>	<b><u>47</u></b>
<b><u>1.20 L'INFORMATIVA AI CLIENTI - IL TEMA DELL'«INDUZIONE ALLA TRANSAZIONE».....</u></b>	<b><u>49</u></b>
<b><u>1.21 ADEMPIMENTI DEGLI OBBLIGHI DI COMUNICAZIONE PER MEZZO DI PROCEDURE STANDARDIZZATE.....</u></b>	<b><u>50</u></b>
<b><u>1.22 L'INFORMATIVA DA ACQUISIRE DAI CLIENTI.....</u></b>	<b><u>51</u></b>
<b><u>1.23 L'EFFICIENZA DEL SISTEMA.....</u></b>	<b><u>53</u></b>
<b><u>1.24 INFORMAZIONI SULLA NATURA E RISCHI DELLE OPERAZIONI E SULLE PERDITE RILEVANTI .....</u></b>	<b><u>56</u></b>
<b><u>1.25 ADEGUATEZZA.....</u></b>	<b><u>58</u></b>
<b><u>1.26 (SEGUE) ALCUNI RILIEVI PROBLEMATICI.....</u></b>	<b><u>61</u></b>
<b><u>1.27 CONFLITTI DI INTERESSI.....</u></b>	<b><u>62</u></b>
<b><u>1.28 ATTESTAZIONI E RENDICONTAZIONI.....</u></b>	<b><u>63</u></b>
<b><u>1.29 RAPPORTI CON LE AUTORITÀ DI VIGILANZA.....</u></b>	<b><u>64</u></b>
<b><u>1.30 IL MALFUNZIONAMENTO DEL SITO WEB E LA RESPONSABILITÀ DELL'INTERMEDIARIO PER MANCATA, INESATTA O TARDIVA ESECUZIONE DELLE DISPOSIZIONI DEL CLIENTE .....</u></b>	<b><u>65</u></b>
<b><u>1.31 GLI STRUMENTI DI TUTELA DELL'INVESTITORE - IL DIRITTO DI RECESSO .....</u></b>	<b><u>69</u></b>
<b><u>1.32 IL DIRITTO DI VARIAZIONE.....</u></b>	<b><u>72</u></b>
<b><u>1.33 L'INVERSIONE DELL'ONERE DELLA PROVA .....</u></b>	<b><u>73</u></b>

## 1.1 Introduzione

Internet, quale mezzo di comunicazione e di scambio è un'innovazione profonda al modo di intendere le relazioni umane, culturali, sociali ed anche economiche. La rivoluzione investe tutti i campi, ma in particolare quello dei servizi finanziari. Tra questi la negoziazione riveste un ruolo centrale in considerazione della immediatezza e dell'efficienza di cui essa necessita. Il *trading on line*, inteso come negoziazione di strumenti finanziari tramite Internet, si colloca in questo contesto come un'opportunità e allo stesso tempo una sfida per tutti gli operatori del settore, di entrare in un mercato di investitori più evoluti e con un'elevata tensione verso il protagonismo, verso cioè la possibilità di gestire i propri risparmi (in particolare il proprio *dossier* titoli) senza necessariamente avere interazioni con l'intermediario. L'evoluzione del *trading on line* non si è arrestata al solo utilizzo di Internet quale *order-routing system*,<sup>1</sup> ma è andata oltre configurando veri e propri mercati alternativi e concorrenziali alle più tradizionali Borse telematiche. Questi sistemi c.d. ECNs<sup>2</sup>, consentono di inoltrare l'ordine direttamente sul mercato e non attraverso un *broker*. In un quadro così complesso e in forte crescita ed espansione, l'Autorità di controllo riveste un ruolo centrale e necessario per realizzare quel continuo adeguamento, della normativa alla rapida evoluzione del fenomeno, senza il quale verrebbe meno il suo fondamento: la fiducia dell'investitore-consumatore nella certezza delle regole e dei rapporti con l'operatore.

## 1.2 Il sistema delle fonti

Al fine di mantenere un quadro giuridico di riferimento chiaro in relazione all'ordine degli argomenti trattati, occorre delineare il sistema delle

---

<sup>1</sup>Vedi DE LORENZO M., FABRIZIO S., L'intermediazione finanziaria attraverso Internet: una comparazione internazionale degli approcci regolamentari e prospettive di sviluppo, IRS Borsa, Quaderno n. 18, maggio 1999, p. 22

<sup>2</sup> «Sistemi di contrattazione che utilizzano Internet per consentire agli investitori, non solo istituzionali, ma oggi anche a singoli investitori *unsophisticated*, di negoziare titoli quotati in modo efficiente ed anonimo e a costi inferiori rispetto a quelli offerti dal mercato di quotazione. Questi sistemi sono nati dall'idea innovativa e rivoluzionaria di alcuni operatori statunitensi che hanno pensato di usare Internet non solo come semplice *order-routing system* (cioè come mezzo per attuare la raccolta ordini in via remota) ma addirittura come sistema di negoziazione che faccia concorrenza a quelli più tradizionali delle Borse (si tratta degli *Alternative Trading System* – ATS) o dei *Proprietary Trading System* – PTS ». DE LORENZO M., FABRIZIO S., *L'intermediazione finanziaria attraverso Internet: una comparazione internazionale degli approcci regolamentari e prospettive di sviluppo*, IRS Borsa, Quaderno n. 18, maggio 1999, p. 22

fonti. Il sistema che prenderemo in considerazione, in forza della materia in oggetto, assume un carattere dinamico a causa della continua attività di normazione e di revisione delle norme, effettuata sia a livello nazionale, sia a livello comunitario. In particolare, si rinvia al contributo concernente la recente Direttiva 2002/65 sulla commercializzazione a distanza dei servizi finanziari ai consumatori.

La normativa nazionale di riferimento comprende innanzitutto, il TUF (Testo Unico Finanziario, d.lgs. 58/98, soprattutto in due articoli, il 32 e il 30, che trovano integrazione e attuazione nella disciplina secondaria (regolamento Consob n. 11522/1998). Da ultimo occorre osservare attentamente la “*giurisprudenza creativa*”<sup>3</sup> della Consob, la quale, mediante le sue comunicazioni, si fa interprete autentico della volontà legislativa e descrive i modelli di comportamento a cui i diversi operatori del mercato si debbono attenere, in virtù del potere regolamentare, di vigilanza e sanzionatorio ad essa attribuito.<sup>4</sup> Su tutte ricordiamo la Comunicazione n. DI/99052838/99, e la Comunicazione n. DI/30396/00.

Sono queste, le uniche fonti prese in esame, ma naturalmente per uno studio più approfondito si rimanda anche a tutte quelle altre che incidentalmente riguardano il tema di cui stiamo trattando. Ricordiamo, a titolo esemplificativo, la normativa antiriciclaggio<sup>5</sup>, la normativa sulla firma digitale<sup>6</sup>, la normativa fiscale<sup>7</sup>.

### *1.3 La promozione e il collocamento a distanza dei prodotti finanziari e dei servizi di investimento*

L'utilizzo di Internet e nella specie il *trading on line* sembra inquadarsi «inequivocabilmente» nell'ambito delle tecniche di comunicazione a distanza individuate nell'art. 32 del TUF. L'art. 32, rubricato: Promozione e collocamento a distanza di servizi di investimento e strumenti finanziari, recita

---

<sup>3</sup> Cfr. RABITTI BEDOGNI C., *Mercati finanziari e Internet: la tutela dei risparmiatori. Problemi e prospettive*, in MASCIANDARO D., RIOLO F. (a cura di), *Internet Banking tecnologia, economia e diritto* – Fondazione Rosselli – Quinto Rapporto sul sistema finanziario italiano, giugno 2000, p. 419.

<sup>4</sup> Vedi al riguardo, legge 7 giugno 1974, n. 216, istitutiva della Commissione e TUF.

<sup>5</sup> Legge 197/1991 e le circolari dell'UIC.

<sup>6</sup> Dalla legge 59/1997 fino al recente decreto legislativo n. 10/2002.

<sup>7</sup> Il TUIR (testo unico delle imposte sui redditi).

così: «Per tecniche di comunicazione a distanza si intendono le tecniche di contatto con la clientela, diverse dalla pubblicità, che non comportano la presenza fisica e simultanea del cliente e del soggetto offerente o di un suo incaricato»; e al secondo comma: «La Consob, sentita la Banca d'Italia, può disciplinare con regolamento in conformità ai principi stabiliti dall'art. 30, la promozione e il collocamento mediante tecniche di comunicazione a distanza di servizi di investimento e di prodotti finanziari, diversi da quelli indicati nell'art. 100, comma 1, lettera f), individuando anche i casi in cui i soggetti abilitati debbano avvalersi di promotori finanziari». Prima di analizzare il testo dell'articolo in parola, sono necessarie alcune considerazioni sistematiche.

Innanzitutto se il *trading on line* è *species* della promozione e collocamento a distanza di servizi di investimento e strumenti finanziari (art. 32), a sua volta la promozione e collocamento a distanza è *species* dell'offerta fuori sede (art. 30), come ormai la quasi totalità della dottrina concorda<sup>8</sup>. A prova di ciò si osserva come il CAPO IV intitolato "Offerte fuori sede" (e non "offerta" al singolare), contenga la disciplina dell'offerta fuori sede in generale (art. 30), considerata *genus*, anche in virtù di un rinvio presente nell'art. 32, co. 2: "in conformità ai principi stabiliti dall'art. 30". Il tratto comune alle due fattispecie è dato dalla relazione comunicativa che si instaura tra cliente e soggetto

---

<sup>8</sup> Cfr. RABITTI BEDOGNI C., Il Testo Unico della Intermediazione Finanziaria – Commentario, art. 32, Giuffrè, 1998, p. 268 e ss. In questo senso anche cfr. ZITIELLO, Offerta fuori sede, promotori finanziari e collocamento a distanza nel regolamento Consob n. 11522/1998, Le Società, p. 1153 e ss. In senso contrario, cfr. GENTILI, Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, a cura di ALPA G. e CAPRIGLIONE F., Padova 1998. GENTILI pur constatando che il collocamento a distanza è specie del genere offerta fuori sede, non manca di sottolineare come «nella comunicazione a distanza il cliente [disponga] di maggiori possibilità di riflessione e di indubbe facilitazioni all'interruzione del contratto, allorché si trovi esposto ad una pressione che ritenga eccessiva. Sicché solo in parte le sue esigenze sono comuni a quelle tipiche dell'offerta fuori sede, ed anzi appaiono per taluni aspetti inverse». La vendita a distanza, conclude l'Autore, «solo in parte è specie del genere dell'offerta fuori sede, perché rivela connotazioni oggettive del tutto estranee a ciò che si coglie in quell'inerenza di genere». In senso contrario vedi anche BOCHICCHIO F., La promozione a distanza di strumenti finanziari e la conclusione del contratto: la tutela del risparmiatore tra neoformalismo e valutazione funzionale, con particolare riferimento al contratto quadro, in Diritto ed economia dell'assicurazione, 1998, p. 765 e ss.

Vedi anche PARRELLA F., *La disciplina speciale dell'offerta a distanza di prodotti finanziari e di servizi d'investimento*, in Diritto della banca e del mercato finanziario, gennaio-marzo 2000, p. 43, dove l'autore precisa un evidente corollario: «l'offerta a distanza dovrebbe ritenersi assoggettata innanzitutto alla disciplina legislativa e regolamentare del *genere* offerta fuori sede e poi, eventualmente, ad una disciplina ulteriore se e quando la Consob ritenesse di dettarla in funzione di specifiche esigenze di tutela dell'investitore correlate all'utilizzo di tecniche di comunicazione a distanza».

Non solo la dottrina: un'ordinanza del Tribunale di Frosinone (20 aprile 2001) conferma questa costruzione dottrinale. Vedi ROSSETTI M. (a cura di), *Rassegna di merito*, in I Contratti, 2001, fasc. 8-9 (settembre), p. 825.

offerente, che è diretta e bilaterale, nonché promossa su iniziativa dell'operatore finanziario; l'offerta a distanza si differenzia da quella fuori sede perché avviene «senza che vi sia la compresenza fisica tra la fonte e il destinatario della comunicazione»<sup>9</sup>.

Procediamo ora con ordine: partiremo dall'analisi della definizione di tecnica di comunicazione a distanza, per poi stabilire quale sia l'oggetto dell'attività e i soggetti abilitati al suo svolgimento.

È tecnica di comunicazione a distanza «qualsiasi mezzo che consenta un contatto (o la conclusione di un contratto) senza la presenza fisica (=nello stesso luogo) e simultanea (=nello stesso momento) del fornitore e del cliente»<sup>10</sup>. Nella direttiva n. 97/7/CE in materia di contratti a distanza diversi da quelli in esame, era già presente all'art. 2, co. 1, una definizione: «qualunque mezzo che, senza la presenza fisica e simultanea del fornitore e del consumatore possa impiegarsi per la conclusione a distanza di un contratto tra le parti»<sup>11</sup>. La stessa definizione è ribadita nella proposta di direttiva del Parlamento Europeo e del Consiglio del 14 ottobre 1999 concernente la vendita a distanza di servizi finanziari ai consumatori (considerando n. 12)<sup>12</sup>.

Orbene, affinché vi sia comunicazione a distanza è necessario che due soggetti in un dato momento si trovino in posti differenti, ma non è necessario che sussistano congiuntamente i due elementi negativi: diversità di luogo e diversità di tempo (come avviene per la normale corrispondenza epistolare). È configurabile una comunicazione a distanza sia nell'ipotesi in cui due soggetti pur essendo in posti diversi comunicano nello stesso momento (si pensi al telefono) sia nell'ipotesi (più scolastica che altro, perché non appare molto funzionale) in cui due soggetti comunicano nello stesso luogo, ma in momenti diversi (ad esempio tramite casella postale). Per concludere, la definizione forse più corretta di comunicazione a distanza sarebbe quella comunicazione che

---

<sup>9</sup> Cfr. RABITTI BEDOGNI C., *Il Testo Unico della Intermediazione Finanziaria* – Commentario, art. 32, Giuffrè, 1998, p. 271.

<sup>10</sup> Cfr. BONZANINI L., *Contratti finanziari. La normativa di riferimento in materia di "trading on line"* (Relazione al convegno organizzato dall'ITA sul tema: "Trading on line - Disciplina, problemi e prospettive", Milano, 18-19 gennaio 2000), in *I Contratti*, 2000, fasc. 2 (febbraio), p. 195.

<sup>11</sup> La direttiva in parola fornisce anche un elenco indicativo: stampati con/senza indirizzo, lettere circolari, pubblicità stampa con buono d'ordine, catalogo, telefono con/senza operatore, radio, videotelefono, teletext con tastiera o con schermo sensibile al tatto, posta elettronica, fax, televisore.

<sup>12</sup> Il rinvio della direttiva, è adesso al considerando n. 10. Vedi direttiva 2002/65 "la commercializzazione a distanza dei servizi finanziari".

avviene “quando non vi è la presenza fisica e simultanea di due soggetti”, oppure quella comunicazione che avviene “con l’assenza fisica o l’assenza simultanea” di due soggetti.

Come si può notare, la definizione contiene un criterio discriminante, ma manca di un elenco esaustivo, «sostituito da criteri di massima idonei a definire il discrimen dell’ambito applicativo della disciplina», ed è lasciato all’interprete il compito di riempire in concreto i concetti astratti in cui si sostanziano quei criteri<sup>13</sup>. Manca una tipizzazione della fattispecie in senso stretto, poiché sono tali e tante le forme di interrelazione e contatto sul *web* che una eventuale maggiore specificità del legislatore non farebbe altro che «lasciare non regolate situazioni concrete realizzate dalla fantasia degli operatori»<sup>14</sup> e lascerebbe spazio a elusioni facili e dannose. Sotto questa luce appare opportuna la delega del secondo comma, alla normazione secondaria<sup>15</sup>.

Proseguendo nell’analisi dell’art. 32 del TUF, rileviamo la presenza di un inciso di notevole importanza: “diverse dalla pubblicità”. Nel definire le tecniche di comunicazione a distanza il legislatore specifica che sono tecniche diverse dalla pubblicità<sup>16</sup>. Dopo aver distinto l’offerta a distanza da quella fuori sede occorre distinguerla dalla pubblicità. In particolare si dovrà individuare il confine tra “promozione a distanza” e “pubblicità”.

Il decreto legislativo n. 74/1992 in tema di pubblicità ingannevole dà una definizione molto ampia di pubblicità: «qualsiasi forma di messaggio che sia diffuso, in qualsiasi modo, nell’esercizio di un’attività commerciale (...), allo scopo di promuovere la vendita di beni mobili o immobili, la costituzione o il

---

<sup>13</sup> Cfr. GENTILI, Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, a cura di ALPA G. e CAPRIGLIONE F., Padova 1998.

<sup>14</sup> Cfr. RABITTI BEDOGNI C.,  *Mercati finanziari e Internet: la tutela dei risparmiatori. Problemi e prospettive*, in MASCIANDARO D., RIOLO F. (a cura di),  *Internet Banking tecnologia, economia e diritto* – Fondazione Rosselli – Quinto Rapporto sul sistema finanziario italiano, giugno 2000, p. 420.

<sup>15</sup> Che verrà specificata a seguire.

<sup>16</sup> Cfr. ZITIELLO,  *Offerta fuori sede, promotori finanziari e collocamento a distanza nel regolamento Consob n. 11522/1998*, Le Società, p. 1151, in cui l’autore precisa: «Ciò che appare chiaro è che il legislatore ha voluto sottrarre dall’ambito dispositivo quelle tecniche di contatto con la clientela che si concretizzano nella mera diffusione del messaggio pubblicitario. Questo non fa che confermare la tendenza al definitivo distacco della disciplina dell’offerta fuori sede, in cui è ricompresa la regolamentazione sulle tecniche di comunicazione a distanza di cui all’art. 32, da quella della pubblicità finanziaria e dunque dell’istituto della sollecitazione all’investimento così come ora disciplinato dagli artt. 94 e ss. del TUF.

trasferimento di diritti e obblighi su di essi oppure la prestazione di opere e di servizi». Un aspetto comune alla promozione e alla pubblicità è dato dall'iniziativa dell'operatore finanziario, ciò che le differenzia è invece il tipo di contatto che viene assunto con la clientela. «La promozione a distanza è infatti una forma di comunicazione idonea a instaurare un contatto qualificato<sup>17</sup> tra operatore finanziario e cliente»<sup>18</sup>. Due sono gli indici sintomatici di un contatto qualificato: il primo di carattere contenutistico: per aversi promozione l'operatore finanziario non deve limitarsi a comunicare una mera descrizione del servizio o prodotto, anche se enfatizzata, ma deve enunciare in modo dettagliato le caratteristiche e deve essere finalizzata alla conclusione del contratto che instaura il rapporto: è certamente promozione veicolare gli estremi essenziali del contratto; il secondo indice è di carattere strutturale la promozione sarà configurabile solo nell'ipotesi di un'attività a struttura comunicativa diretta e bilaterale: di certo non potrà parlarsi di promozione e si dovrà considerare quindi pubblicità, la tecnica di comunicazione che si rivolge *ad incertam personam*<sup>19</sup> (come ad esempio nel caso dello spot televisivo, del messaggio radiofonico o ancora di un annuncio su carta stampata)<sup>20</sup>.

Questi indici sono contenuti nell'art. 72 del regolamento Consob n. 11522/1998<sup>21</sup>. Nella norma si specifica la natura del contatto, precisando alla lettera a), che rilevano quelle tecniche in cui vi sia possibilità di dialogo o vi siano altre forme di interazione rapida (indice strutturale). Alla lettera b) si precisa che l'ambito di applicazione della disciplina delle tecniche di comunicazione a distanza, si estende anche a quelle tecniche in cui pur non essendovi interazione rapida, i documenti o i messaggi inviati presentino un

---

<sup>17</sup> FORMICHELLI, *Relazione al Seminario su Pubblicità e sollecitazione del pubblico risparmio*, Roma, Università La Sapienza, 3 giugno 1996.

<sup>18</sup> RABITTI BEDOGNI C., *Il Testo Unico della Intermediazione Finanziaria* – Commentario, art. 32, Giuffrè, 1998, p. 272.

<sup>19</sup> Cfr. ZITIELLO, *Offerta fuori sede, promotori finanziari e collocamento a distanza nel regolamento Consob n. 11522/1998*, Le Società, p. 1152.

<sup>20</sup> La disciplina degli annunci pubblicitari è contenuta negli artt. 17 e ss. Della deliberazione Consob 14 maggio 1999, n. 11971.

<sup>21</sup> Regolamento n.11522 adottato con delibera in data 1° luglio 1998 e successivamente modificato con delibere n. 11745 del 9 dicembre 1998, n. 12409 del 1° marzo 2000 e n. 12498 del 20 aprile 2000 – di attuazione del TUF. Normativa secondaria, questa, emanata da un organo tecnico, quale la Consob, secondo un nuovo modello di distribuzione della potestà normativa, efficacemente indicato come «tecnodemocrazia» il cui «avvento» è rilevato nel recente saggio di GALGANO, *Diritto ed economia alle soglie del nuovo millennio*, in *Contratto e impresa*, 2000, p. 203.

contenuto negoziale (indice contenutistico)<sup>22</sup>. Come si può ben vedere anche il “normatore” secondario ha rinunciato alla definizione delle singole tecniche. Il *discrimen* quindi, tra promozione e pubblicità è dato dalla concreta finalizzazione che si evince dal contenuto del messaggio e dall’attività svolta<sup>23</sup>.

#### *1.4 Internet come tecnica di comunicazione a distanza*

La Consob ha emanato una comunicazione (DI/99052838, del 7 luglio 1999) in grado di offrire chiarimenti su che cosa si debba intendere per Internet, quale tecnica di comunicazione a distanza, diversa dalla pubblicità, in particolare distinguendo i due diversi casi: gestione di un sito web e uso della posta elettronica (email). La Commissione si era già pronunciata su Internet: nel 1996 ci sono state le prime comunicazioni relative all’uso di Internet a scopi pubblicitari<sup>24</sup>, come mezzo di diffusione dei prospetti informativi<sup>25</sup> e poi ancora in seguito, per la prestazione di servizi di informativa finanziaria<sup>26</sup>. Nel luglio del 1998 è stata emanata una comunicazione sull’ammissibilità dell’uso di Internet come mezzo per la ricezione di ordini nella prestazione del servizio di negoziazione<sup>27</sup>.

---

<sup>22</sup> Si noti, tra l’altro, come questa posizione della Consob (basata sui contenuti del sito e sulle modalità tecniche di dialogo con gli investitori, mentre ritiene irrilevante la circostanza, per altro assai difficile da stabilire in Internet, che l’iniziativa del contatto sia assunta dall’intermediario piuttosto che dall’investitore) si coniuga felicemente con un documento di natura assai diversa – il regolamento del Consiglio CE n. 44/2001 del consiglio del 22 dicembre 2000 concernente la competenza giurisdizionale, il riconoscimento e l’esecuzione delle decisioni in materia civile e commerciale (di modifica della Convenzione di Bruxelles del 1968) – laddove, al fine di stabilire il foro competente, verifica se l’attività di un professionista è rivolta con qualsiasi mezzo verso lo stato del consumatore e ritiene che ciò avvenga quando un sito è “interattivo” e non meramente “passivo”. In un certo senso (*e come vedremo confermato più avanti*) la possibilità tecnica di instaurare un dialogo viene equiparata ad un contenuto negoziale e rende irrilevante la circostanza di chi (il fornitore o il cliente) inizi effettivamente il dialogo.

<sup>23</sup> Cfr. BONZANINI L., Contratti finanziari. La normativa di riferimento in materia di "trading on line" (Relazione al convegno organizzato dall'ITA sul tema: "Trading on line - Disciplina, problemi e prospettive", Milano, 18-19 gennaio 2000), in I Contratti, 2000, fasc. 2 (febbraio), p. 198.

<sup>24</sup> Cfr. comunicazione Consob DAL/RM/96998280 del 9 settembre 1996, in Bollettino Consob, settembre 1996, p.34.

<sup>25</sup> Cfr. comunicazione Consob DIS/RM/96005769 del 14 giugno 1996, in Bollettino Consob, giugno 1996, p.63.

<sup>26</sup> In Consob informa, n. 18, 5 maggio 1997, p. 2.

<sup>27</sup> Cfr. comunicazione Consob n. DI/98063298 del 30 luglio del 1998, in Bollettino Consob, luglio 1998, p. 63. Approfondiremo in seguito il contenuto di questa comunicazione, adesso solo alcune considerazioni funzionali: «nel caso preso in considerazione dalla Consob non era integrata la fattispecie di vendita a distanza perché si utilizzava unicamente come mezzo per l’esecuzione di un contratto di intermediazione già concluso. “Esecuzione a distanza” dunque e non “vendita a distanza”, afferendo

### 1.5 Il sito web

La Commissione adotta un approccio funzionale per definire cosa debba intendersi con il termine “sito”. Essa in primo luogo descrive quali siano le attività che un operatore finanziario può svolgere mediante tale figura telematica:

- fornire informazioni relative a prodotti finanziari e a servizi di investimento;

- fornire indicazioni circa le modalità con cui contattare un intermediario al fine di ricevere proposte contrattuali relative a prodotti finanziari e a servizi di investimento;

- stabilire un contatto con un intermediario (ad esempio, percorsi guidati per l'invio di messaggi di posta elettronica, *hypertext links*);

- fornire proposte contrattuali standardizzate, aderendo alle quali con varie modalità (ad esempio, corrispondenza postale), incluso l'utilizzo di strumenti messi a disposizione dal sito (ad esempio, posta elettronica), gli investitori possono acquistare o sottoscrivere prodotti finanziari ovvero costituire rapporti aventi ad oggetto la prestazione di servizi di investimento.

Osservando che le funzioni di cui ai punti b), c) e d) possono contenere strumenti di interazione, anche solo standardizzata, con l'investitore, o documenti e messaggi aventi contenuto promozionale o negoziale, la Consob conclude nel senso che il sito *web* costituisce, in tali casi, una tecnica di comunicazione a distanza rilevante ai sensi dell'art. 72 del regolamento Consob 11522/1998<sup>28</sup>.

In secondo luogo la Consob pone una questione e si chiede «se il sito sia classificabile come una tecnica di comunicazione a distanza benché non

---

quest'ultima al momento genetico del contratto (collocamento) o a quello immediatamente precedente (promozione)». Vedi NACCARATO M.G., *La disciplina della negoziazione di strumenti finanziari on line*, in [www.luiss.it/documenti/archivioceradi/impresa/banca/Naccarato\\_Trading.pdf](http://www.luiss.it/documenti/archivioceradi/impresa/banca/Naccarato_Trading.pdf). Cfr. LONGO D., *Chiarimenti Consob sulla prestazione dei servizi di investimento tramite Internet*, in *Le Società*, 1999, p. 1130 e ss.

<sup>28</sup> L'attività di cui al punto a), invece, costituisce mera attività pubblicitaria, come tale esclusa dall'applicazione della normativa in oggetto. Vedi *supra*.

possa essere utilizzato per contattare gli investitori, essendo piuttosto questi ultimi ad accedere eventualmente a un sito di propria iniziativa»<sup>29</sup>.

La Commissione osserva che «né l'art. 32 TUF, né le disposizioni del regolamento n. 11522/1998, richiedono che il contatto con gli investitori, per essere rilevante ai fini dell'applicazione della disciplina della promozione e del collocamento a distanza, si instauri su iniziativa del gestore dello strumento di comunicazione a distanza»<sup>30</sup>. Peraltro, come si vedrà appresso, il tema dell'iniziativa acquista rilevanza nel determinare l'obbligo per l'intermediario di avvalersi di promotori finanziari.

A prescindere, comunque, da valutazioni giuridiche, tenendo conto delle caratteristiche proprie dei siti (la facilità di accesso, il basso costo dell'accesso, gli strumenti di interazione che possono incidere sulla condizione psicologica dell'investitore e indurlo ad azioni non pianificate in precedenza, la possibilità di accesso involontario), risulta essere irrilevante, «ai fini dell'applicazione della disciplina della promozione e del collocamento a distanza, l'impossibilità per il gestore di stabilire il contatto con gli investitori di propria iniziativa. La presenza in un sito di strumenti di interazione ovvero di messaggi promozionali o negoziali è infatti equiparabile a una offerta permanente rivolta alla generalità del pubblico»<sup>31</sup>.

### 1.6 La posta elettronica

La Commissione mantiene un approccio funzionale anche per verificare l'applicabilità della disciplina delle tecniche di comunicazione a distanza anche in relazione all'invio di messaggi di posta elettronica. Poiché mediante posta elettronica è possibile:

- inviare messaggi e documenti a contenuto sia informativo che promozionale o negoziale agli investitori;

---

<sup>29</sup> Comunicazione n. DI/99052838/99.

<sup>30</sup> Comunicazione n. DI/99052838/99.

<sup>31</sup> Cfr. comunicazione n. DI/99052838/99. È interessante notare che già un anno prima, autorevole dottrina aveva anticipato, sulla scorta dello schema di regolamento Consob n.11522/1998, come il sito *web* potesse essere sostanzialmente «equivalente, ad una *finestra*, o per usare un termine bancario, ad uno *spartello* permanentemente aperto al pubblico». Vedi RABITTI BEDOGNI C., *Il Testo Unico della Intermediazione Finanziaria* – Commentario, art. 32, Giuffrè, 1998, p. 273. Cfr. LONGO D., *Chiarimenti Consob sulla prestazione dei servizi di investimento tramite Internet*, in *Le Società*, 1999, p. 1133.

- dialogare con gli investitori, anche con comunicazioni individualizzate;

allora «non vi è dubbio che la posta elettronica rientri potenzialmente fra le tecniche di comunicazione a distanza»<sup>32</sup>, se si esclude ovviamente un utilizzo tale da configurare una mera attività di natura pubblicitaria<sup>33</sup>.

### 1.7 L'obbligo di avvalersi di promotori finanziari

Dopo aver precisato cosa debba intendersi per Internet, quale tecnica di comunicazione a distanza, la Consob ritiene necessario stabilire quando la gestione di un sito *web* o l'utilizzo della posta elettronica genera l'obbligo di avvalersi di promotori finanziari.

L'art. 76 del regolamento Consob 11522/1998 – dice la Consob – prescrive l'utilizzo dei promotori finanziari se la tecnica di comunicazione a distanza utilizzata consente la comunicazione individualizzata e l'interazione rapida (anche se in realtà l'art. 76 parla di interazione immediata e non semplicemente rapida)<sup>34</sup>, tenendo conto che il secondo comma esonera l'intermediario da tale obbligo se l'attività di promozione e collocamento a distanza è svolta su iniziativa dell'investitore, a meno che l'iniziativa non sia stata sollecitata con messaggi personalmente indirizzati all'investitore<sup>35</sup>.

---

<sup>32</sup> Comunicazione n. DI/99052838/99.

<sup>33</sup> Come tale esclusa dall'applicazione della normativa in oggetto (art. 32 TUF). Vedi *supra*.

<sup>34</sup> Le due qualifiche che il regolamento Consob attribuisce alla *interazione* per aversi comunicazione a distanza (*interazione rapida ex art. 72*) e per aversi comunicazione a distanza che comporta obbligo di avvalersi di promotori finanziari (*interazione immediata ex art. 76*) sono fattispecie distinte. Vedi oltre.

<sup>35</sup> «il che, non è affatto facile da verificare nel caso concreto» BONZANINI L., *Contratti finanziari. La normativa di riferimento in materia di "trading on line"*(Relazione al convegno organizzato dall'ITA sul tema: "Trading on line - Disciplina, problemi e prospettive", Milano, 18-19 gennaio 2000), in I Contratti, 2000, fasc. 2 (febbraio), p. 197.

Non solo: si può aggiungere che non si può trattare di qualunque forma di sollecitazione (il che ridurrebbe l'ambito applicativo dell'esenzione stessa), bensì di una sorta di "*sollecitazione qualificata*", e quindi solo nell'ipotesi che l'investitore sia stato sollecitato con messaggi a lui personalmente indirizzati. Cfr. LONGO D., *Chiarimenti CONSOB sulla prestazione dei servizi di investimento tramite Internet*, in Le Società 1999, p. 1137. Cfr. DI MAIO F., *L'informazione e la valutazione di adeguatezza nella promozione via internet*, in Le Società, 2000 n. 3, p. 294, il quale osserva che «questi casi [comunicazione a distanza svolta su iniziativa dell'investitore] sono manifestazioni di domanda e non di offerta. L'investitore attratto dall'informazione pubblicitaria si rivolge *motu proprio* (sia pure indotto) all'intermediario.

Trattando separatamente il caso della posta elettronica da quello del sito, la Commissione esclude, date le caratteristiche tecniche del secondo, che possa configurarsi la fattispecie ex art. 76: quindi non è necessario un promotore finanziario per la gestione di un sito. Invece, gli addetti all'interazione mediante posta elettronica, devono essere promotori finanziari. Nell'ipotesi poi, che vi sia stata l'iniziativa dell'investitore, chiarisce la Consob, l'intermediario può utilizzare addetti che non siano promotori finanziari se invia tramite email:

- messaggi di conferma delle disposizioni impartite dall'investitore;
- documenti, anche contrattuali, necessari per l'acquisto o la sottoscrizione di prodotti finanziari o per l'avvio di rapporti aventi ad oggetto la prestazione di servizi finanziari;
- informazioni meramente descrittive del soggetto offerente, dei servizi finanziari o dei prodotti finanziari offerti.

La Consob conclude che è fatto obbligo all'intermediario di avvalersi di promotori finanziari, anche se l'iniziativa è assunta dall'investitore, se devono essere inviate per *email*, proposte a contenuto negoziale o promozionale.

Sono necessarie a questo punto alcune precisazioni.

Possiamo subito verificare cosa sia possibile fare mediante la gestione di un sito *web*.<sup>36</sup> l'intermediario potrà adempiere l'obbligo di informare il cliente sulla natura e sui rischi del prodotto e del servizio offerto<sup>37</sup>; inoltre sarà possibile adempiere l'obbligo di valutare l'adeguatezza delle operazioni<sup>38</sup>: in entrambi i casi la normativa regolamentare prevede la possibilità di utilizzare procedure standardizzate. Per ciò che riguarda la fattispecie ex art. 76 del regolamento Consob n. 11522/1998, le due modalità della comunicazione individualizzata e dell'interazione immediata debbono essere intese congiuntamente<sup>39</sup>. Come dicevamo prima, la Consob indica<sup>40</sup> quale elemento integrante l'obbligo per l'intermediario di avvalersi dei promotori finanziari la interazione rapida: questo è errato. L'art. 76 del regolamento 11522 parla

---

<sup>36</sup> Si intende senza obbligo di avvalersi di promotori finanziari.

<sup>37</sup> Art. 28, co.2, regolamento Consob n. 11522/1998.

<sup>38</sup> Art. 29, regolamento Consob n. 11522/1998.

<sup>39</sup> Questa precisazione viene data nella comunicazione n. DI/99091709/99.

<sup>40</sup> Nella comunicazione n. DI/99052838/99.

chiaramente di interazione *immediata* e in altra comunicazione è la stessa Consob a spiegare che la parola immediata va intesa in senso lato, comprendendo «tutte le forme di interazione in cui la ponderazione da parte dell'investitore della proposta ricevuta sia abbreviata (e l'adesione, pertanto, resa impulsiva) dalla facilità di utilizzo della stessa tecnica»<sup>41</sup>.

Come autorevole dottrina<sup>42</sup> ha già fatto notare, la soluzione di fare ricorso ai promotori finanziari, seppur con le precisazioni suddette, nel caso dell'*email*, dando per presupposto che essa costituisca uno strumento di comunicazione immediata, appare criticabile. Si può osservare come infatti la posta elettronica appartiene ad una modalità di comunicazione (c.d. "asincrone pure") che pur essendo presidiate da un soggetto, non sono interattive: il funzionamento è semplice: quando scrivo un'*email*, questa arriva (*rectius*, è resa disponibile) immediatamente nella casella postale elettronica del destinatario, ma non è assolutamente detto che questi la legga subito, anzi non è proprio detto che la legga<sup>43</sup>: non pare che vi siano gli estremi per intravedere le precondizioni tecniche di un possibile dialogo immediato, né (per usare le parole della Consob) "abbreviato", "impulsivo" o anche solo "rapido" (se con ciò si intende la possibilità di esercitare una pressione sollecitatoria). In realtà questo tipo di comunicazione è più vicina al fax.

Un'altra modalità di comunicazione, (c.d. "sincrona pura") diversa dall'*email*, in quanto non solo presidiata, ma anche interattiva, è la "*chat*" in cui il dialogo tra i soggetti comunicanti è davvero immediato e si impone, quindi, il promotore finanziario<sup>44</sup>.

Un ulteriore chiarimento si fa necessario riguardo ai contenuti: la conclusione della Consob per cui «anche qualora l'iniziativa sia assunta dall'investitore, l'addetto non promotore finanziario non potrà inviare per posta elettronica *proposte a contenuto negoziale o promozionale*», sembra in contraddizione con quanto detto prima dalla stessa Consob, quando afferma

---

<sup>41</sup> Comunicazione n. DI/99091709/99.

<sup>42</sup> Cfr. BONZANINI L., Contratti finanziari. La normativa di riferimento in materia di "trading on line" (Relazione al convegno organizzato dall'ITA sul tema: "Trading on line - Disciplina, problemi e prospettive", Milano, 18-19 gennaio 2000), in I Contratti, 2000, fasc. 2 (febbraio), p. 197.

<sup>43</sup> «Non è ancora stato raggiunto un accordo generalizzato per la gestione delle procedure finalizzate all'invio degli "avvisi di ricevimento" dei messaggi». Vedi BONZANINI L., *op. cit.*, p. 197.

<sup>44</sup> Giusto per completezza, BONZANINI parla anche delle comunicazioni c.d. "asincrone ibride", in cui il sito guida l'investitore in un percorso che genera alcune informazioni personalizzate, come tali non presidiate e per le quali non può porsi l'intervento del promotore finanziario.

che «l'intermediario può utilizzare addetti non promotori per inviare *documenti anche contrattuali*». Questa può essere una possibile interpretazione: se il cliente (non pre-sollecitato) avanza una richiesta su un determinato prodotto finanziario, l'addetto non promotore, può trasmettergli la relativa documentazione contrattuale, ma non, approfittando della richiesta, la documentazione contrattuale relativa ad un prodotto diverso da quello oggetto della prima richiesta (poiché in questo caso sarebbe necessario un promotore finanziario)<sup>45</sup>.

### 1.8 Il link

Ai fini della disciplina della promozione e del collocamento a distanza, assumono rilevanza due fenomeni in relazione al *link*<sup>46</sup>: i motori di ricerca e il sistema di collegamento tra siti<sup>47</sup>.

Il primo fenomeno non può, oseremmo dire, essere rilevante, altrimenti tutti i motori di ricerca presenti sul *web* dovrebbero rivestire la qualità di intermediari abilitati e in virtù del principio di esclusività dell'oggetto sociale non potrebbero proseguire nello svolgimento dell'originaria attività di *search engines*.

Riguardo al secondo, in concreto ci si pone il problema se un *logo* o un *banner* presente su un sito, ove *diciamo* sia possibile il collegamento alla *homepage* di un intermediario autorizzato, configuri o meno una promozione a distanza di prodotti finanziari o di servizi di investimento.

---

<sup>45</sup> Vedi anche LONGO D., *Chiarimenti CONSOB sulla prestazione dei servizi di investimento tramite Internet*, in *Le Società* 1999, p. 1136. L'autore sostiene che la Consob per "*documenti anche contrattuali*", intenda più verosimilmente, quei documenti dei quali è prevista la consegna all'investitore dopo la conclusione del contratto, da ciò forse dovendosi desumere che del promotore finanziario non può farsi a meno nella fase genetica del contratto concluso a distanza.

«L'approccio adottato dalla Consob non è chiarissimo! [...] Gli estratti della comunicazione sopra riportati inducono a pensare che, secondo la Consob, l'obbligo di avvalersi dei promotori finanziari dipenda non già, come vorrebbe il regolamento n. 11522/1998, dalla tecnica di comunicazione a distanza adottata dall'intermediario, bensì dalla natura del messaggio trasmesso a distanza («contenuto negoziale o promozionale»). Criterio questo sicuramente apprezzabile in quanto riconosce agli investitori maggiore tutela ma purtuttavia diverso rispetto a quello adottato dalla stessa Consob all'art. 76 del regolamento.

<sup>46</sup> Un *link* è una via di accesso ad un'altra pagina *web*, attraverso il semplice *click* con il mouse su un'area di collegamento "attiva" che può essere un'immagine o una parola.

<sup>47</sup> Cfr. ZITIELLO, *Link: pubblicità o promozione?*, in *Trading online*, Bloomberg Investimenti, gennaio 2001.

La Consob non ha affrontato direttamente la questione, ma incidentalmente nella comunicazione n. 99076449 del 19 ottobre 1999. In questo caso il sistema informatico gestito in *outsourcing* permetteva agli intermediari la ricezione degli ordini da parte dei clienti che avevano già concluso un contratto di negoziazione e custodia con i rispettivi intermediari. La Consob ha potuto escludere che vi fosse collocamento perché non vi era la possibilità di accensione del relativo rapporto. La promozione invece si è potuta escludere perché i messaggi contenuti nel sistema non avevano superato i limiti ex art. 72 regolamento Consob n. 11522/1998.<sup>48</sup> In sostanza la Consob afferma che «il sito potrà sì descrivere il servizio offerto dai singoli intermediari aderenti, ma non potrà raccomandare o consigliare l'accensione del rapporto o anche solo fornire istruzioni circa le modalità con cui accendere il rapporto (salvo che tali istruzioni non consistano esclusivamente nella indicazione delle sedi e delle dipendenze degli intermediari aderenti presso cui è possibile accendere il rapporto)»<sup>49</sup>. È interessante osservare come dalla lettura *a contrario* della posizione assunta dalla Consob nella comunicazione in parola, emerga presuntivamente nel *link* la sussistenza del requisito previsto dall'art. 72, co. 1, lett. a), del regolamento n. 11522/1998.

Per concludere aggiungiamo che essendo il *link* strumento cruciale per la navigazione in rete, sarà necessario un intervento da parte della Consob in grado di fugare i dubbi su problematiche ancora irrisolte. In particolare occorrerà prendere in esame i vari tipi di *link*<sup>50</sup>, la rilevanza degli accordi economici sottostanti al *linking* tra il gestore del sito e l'intermediario, in particolare nel commercio di prodotti finanziari e nella prestazione transfrontaliera dei servizi d'investimento. Si può osservare come nel caso in cui un sito italiano abbia un *link* con intermediari stranieri non può questo

---

<sup>48</sup> Sul tema, cfr. *Récommandation* della Cob del 1° dicembre 2000 (disponibile anche sul sito [www.cob.fr](http://www.cob.fr)) e documentazione di consultazione in Bollettino Cob, n. 351, novembre 2000, spec. p. 57 e ss.

<sup>49</sup> Cfr. comunicazione Consob n. DI/99076449/99. Vedi anche ZITIELLO, *Link: pubblicità o promozione?*, in *Trading online*, Bloomberg Investimenti, gennaio 2001; l'autore precisa: «in questo caso si ribadisce che la promozione per essere tale, deve contenere entrambi gli indici che la caratterizzano: sia quello strutturale, che quello contenutistico. Ove quindi i dati e le informazioni contenute nel sito gestito da un soggetto, che non rivesta la qualifica di intermediario abilitato, si limitino a enunciare le caratteristiche e le qualità dell'intermediario, dei suoi servizi e dei prodotti finanziari, è evidente che non risultano integrati i presupposti della promozione e del collocamento a distanza, essendo circoscritto tale fenomeno alla fattispecie della pubblicità».

<sup>50</sup> Possiamo distinguere infatti, in prima approssimazione, il *surface linking* dal *deep linking*: il primo permette il collegamento alla *homepage* di un sito, mentre il secondo, alle pagine interne.

mero collegamento configurare promozione e collocamento a distanza di intermediari esteri: sarà necessario un *contatto qualificato*<sup>51</sup> con l'investitore.

### 1.9 L'oggetto dell'attività di promozione e collocamento a distanza

Passiamo ora ad un esame più dettagliato del secondo comma dell'art. 32 del TUF, e subito ci accorgiamo come sia proprio qui, ossia nell'individuazione dell'oggetto dell'offerta a distanza, l'unica differenza tra l'art. 32 TUF e l'art. 24 del decreto EUROSIM<sup>52</sup>.

Una prima notazione riguarda la distinta indicazione tra la rubrica dell'art. 32 che parla di promozione e collocamento a distanza di "*strumenti finanziari*", mentre il secondo comma (ed è questo quello che conta!) si riferisce ai "*prodotti finanziari*". Più precisamente l'art. 32, co.2, dice che oggetto dell'attività di offerta a distanza sono i «servizi di investimento» ed i «prodotti finanziari diversi da quelli indicati nell'art. 100, co.1, lett. f)». I prodotti finanziari menzionati nell'art. 100, co.1, lett. f), sono i «prodotti finanziari emessi da banche, diversi dalle azioni o dagli strumenti finanziari che permettono di acquisire o sottoscrivere azioni, ovvero prodotti assicurativi emessi da imprese di assicurazione». «Pertanto a dispetto di quanto potrebbe evincersi dalla rubrica dell'art. 32, rimasta invariata (forse per una dimenticanza del legislatore), oggetto dell'offerta a distanza sembrano *non tutti e non soltanto gli strumenti finanziari*, bensì, da un lato, soltanto gli strumenti finanziari diversi da quelli di cui all'art. 100, co.1, lett. f), (e cioè tutti gli strumenti finanziari con l'esclusione di quelli emessi dalle banche diversi, però, dalle azioni e dagli strumenti finanziari che permettono di acquisire o sottoscrivere azioni), e dall'altro lato, anche i prodotti finanziari definiti dall'art. 1, co.1, lett. u) del TUF come «*ogni altra forma di investimento di natura finanziaria*»<sup>53</sup>, non riducibili a strumento finanziario purché non emessi né da banche né da imprese assicurative»<sup>54</sup>.

---

<sup>51</sup> Vedi *supra*.

<sup>52</sup> Decreto legislativo 415/1996.

<sup>53</sup> La definizione di prodotti finanziari, ex art. 1, co.1, lett. u) del TUF, include gli strumenti finanziari e ogni altra forma di investimento di natura finanziaria.

<sup>54</sup> RABITTI BEDOGNI C., *Il Testo Unico della Intermediazione Finanziaria* – Commentario, art. 32, Giuffrè, 1998, p. 269-270.

La definizione dell'ambito oggettivo è completata poi dall'art. 72, co. 2, del regolamento n. 11522, che ribadisce l'esclusione dei prodotti finanziari di cui all'art. 100, co. 1, lett. f), e dal terzo comma, il quale fa un rinvio all'art. 73, co. 3, che a sua volta richiama l'art. 36 che alla lett. a) del primo comma, *faceva* riferimento ai «prodotti e servizi bancari, assicurativi e finanziari».<sup>55</sup>

Orbene, prima della modificazione all'art. 36 del regolamento Consob n. 11522/1998, operata nel 2000, autorevole dottrina<sup>56</sup> faceva notare come si creasse una evidente e al tempo stesso intricata contraddizione tra l'art. 72, co. 2, che escludeva dall'ambito di applicazione quei prodotti finanziari emessi da banche o da imprese assicurative, e l'art. 72, co. 3, che attraverso un «tortuoso richiamo di norme li ricomprendeva».<sup>57</sup> Questo «*conflitto insanabile*» trovava una possibile soluzione solo considerando il profilo soggettivo: l'art. 36 disponeva l'obbligo di avvalersi dei promotori finanziari in capo alle sole imprese di investimento, qualora oggetto della promozione o del collocamento fossero i prodotti e servizi bancari, assicurativi e finanziari diversi dagli strumenti finanziari e dai servizi di investimento; l'art. 72, co. 2, attraverso il richiamo dell'art. 36, ripristinava l'applicabilità della disciplina sulla promozione e collocamento a distanza avente ad oggetto quei prodotti e servizi bancari, assicurativi e finanziari, solo quando detta attività veniva svolta da imprese di investimento<sup>58</sup>.

A seguito della delibera n. 12409 del 1° marzo 2000, è stata espunta la lett. a) dell'art. 36, co.1, ed è stata così raggiunta, anche in tema di promozione e collocamento a distanza, un regime normativo paritario per banche e sim, già affermato nella disciplina dell'offerta fuori sede con riguardo all'obbligo di avvalersi di promotori finanziari.

Per la verità le disparità di trattamento non sono del tutto scomparse.

---

<sup>55</sup> Vedi anche SALAMONE L., *La nozione di strumento finanziario tra unità e molteplicità*, in Rivista di diritto commerciale, 1998, p.711; l'autore pone peraltro in luce come «non tutti gli strumenti finanziari enumerati dalla legge [vedi art. 1, co. 2, TUF, ndr]... possono essere considerati prodotti finanziari, bensì soltanto quelle figure di strumenti finanziari che siano strutturalmente idonee a formare oggetto di un'offerta di vendita, di sottoscrizione, di acquisto, di scambio...».

<sup>56</sup> Vedi ZITIELLO, *Offerta fuori sede, promotori finanziari e collocamento a distanza nel regolamento Consob n. 11522/1998*, Le Società, p. 1153.

<sup>57</sup> ZITIELLO, op. cit., p. 1153.

<sup>58</sup> Cfr. ZITIELLO, *Intermediari, meno disparità*, in Trading online, Bloomberg Investimenti, agosto 2000.

Si pensi innanzitutto al secondo comma dell'art. 36 del regolamento che prevede a carico delle sole imprese di investimento l'obbligo di avvalersi di promotori finanziari nel caso di offerta fuori sede di servizi accessori e di fondi pensione aperti. La circostanza non è di poca importanza se si considera che fra i servizi accessori, c'è la consulenza in materia di strumenti finanziari, un servizio che è tanto diffuso su Internet, quanto richiesto dagli investitori (soprattutto da quelli *unsophisticated*)<sup>59</sup>.

A questa fattispecie possiamo aggiungere anche quella dell'art. 19 del regolamento Consob 11522/1998 dalla quale si evince che le banche extracomunitarie per svolgere l'attività di vendita a distanza in Italia (ad esempio tramite un sito) necessitano della sola autorizzazione della Consob, mentre le imprese di investimento extracomunitarie, oltre alla autorizzazione suddetta, dovranno aprire una succursale<sup>60</sup>.

#### *1.10 I soggetti che svolgono l'attività di promozione e collocamento a distanza*

L'abilitazione a svolgere l'offerta a distanza è riservata agli stessi soggetti abilitati allo svolgimento dell'attività dell'offerta fuori sede. Più precisamente:

l'offerta a distanza di *prodotti finanziari*, è riservata agli «intermediari autorizzati» (ossia le imprese di investimento, le banche autorizzate allo svolgimento del servizio di cui all'art. 1, co. 5, lett. c) del TUF (ossia il collocamento, con o senza preventiva sottoscrizione o acquisto a fermo, ovvero assunzione di garanzia nei confronti dell'emittente), nonché nei casi e alle condizioni stabiliti ai sensi dell'art. 18, co. 3<sup>61</sup> del TUF, gli intermediari

---

<sup>59</sup> Vedi ZITIELLO, *Intermediari, meno disparità*, in Trading online, Bloomberg Investimenti, agosto 2000, l'autore d'altronde aggiunge: «In ogni caso si ritiene che, fatte salve queste due eccezioni, la modifica del 2000 del regolamento Consob, abbia ridotto le disparità di trattamento assicurando la stessa regolamentazione alle banche e alle sim per commercializzare online prodotti e servizi bancari, assicurativi e finanziari».

<sup>60</sup> Cfr. LONGO D., *Chiarimenti Consob sulla prestazione dei servizi di investimento tramite Internet*, in Le Società, 1999, p. 1134.

<sup>61</sup> Art. 18, co. 3 TUF: «Gli intermediari finanziari iscritti nell'elenco previsto dall'articolo 107 del T.U. bancario possono esercitare professionalmente nei confronti del pubblico, nei casi e alle condizioni stabiliti dalla Banca d'Italia, sentita la Consob, i servizi previsti dall'articolo 1, comma 5, lettera a), limitatamente agli strumenti finanziari derivati, nonché dall'articolo 1, comma 5, lettera c)».

finanziari iscritti nell'elenco previsto dall'art. 107 del decreto legislativo n. 385/1993, autorizzati alla prestazione del medesimo servizio); le società di gestione del risparmio – SGR, limitatamente alle quote di fondi comuni di investimento di propria istituzione, le società di investimento a capitale variabile – SICAV, limitatamente alle azioni di propria emissione).<sup>62</sup>

L'offerta a distanza dei servizi di investimento *propri* è riservata ai «soggetti abilitati» (ossia le SIM, le banche italiane autorizzate alla prestazione di servizi di investimento, gli intermediari finanziari iscritti nell'elenco previsto dall'art. 107, d.lgs. n. 385/1993, autorizzati al servizio di cui all'art. 1, co. 5, lett. a) del TUF (ossia la negoziazione per conto proprio) limitatamente agli strumenti finanziari derivati, nei casi e alle condizioni stabiliti ai sensi dell'art. 18, co. 3, del TUF), le SGR, le SICAV, gli agenti di cambio, le imprese di investimento e le banche comunitarie abilitate alla prestazione di servizi di investimento in Italia.<sup>63</sup>

L'offerta a distanza di servizi di investimento *altrui* è riservata agli «intermediari autorizzati» come stabilito per l'offerta a distanza di strumenti e prodotti finanziari.<sup>64</sup>

Parte della dottrina ha osservato come da un'interpretazione rigidamente formale dell'art. 73 del regolamento Consob n. 11522/1998, ne può risultare l'esclusione dei soggetti comunitari dalla prestazione del servizio di collocamento in Italia di prodotti finanziari e servizi di investimento prestati da altri intermediari.<sup>65</sup>

Se infatti analizziamo bene l'art. 73 del regolamento in combinato disposto con l'art. 71, sostanzialmente riproducono il contenuto dell'art. 30 TUF, ma con una rilevante differenza. L'art. 30 nulla dispone relativamente agli intermediari comunitari. L'art. 71 invece, li comprende nella categoria di «soggetti abilitati» alla lettera c), ma li esclude dalla categoria degli «intermediari autorizzati», a cui l'art. 73 al secondo comma, riserva il collocamento (*rectius* la prestazione del servizio di collocamento) dei prodotti finanziari e dei servizi di

---

<sup>62</sup> Vedi art. 71, co.1, lett. b) e 73, co.1, del regolamento Consob n. 11522/1998.

<sup>63</sup> Vedi art. 71, co.1, lett. c) e 73, co.2, del regolamento Consob n. 11522/1998.

<sup>64</sup> Vedi art. 71, co.1, lett. b) e 73, co.2, del regolamento Consob n. 11522/1998.

<sup>65</sup> Cfr. RABITTI BEDOGNI C., *Mercati finanziari e Internet: la tutela dei risparmiatori. Problemi e prospettive*, in MASCIANDARO D., RIOLO F. (a cura di), *Internet Banking tecnologia, economia e diritto* – Fondazione Rosselli – Quinto Rapporto sul sistema finanziario italiano, giugno 2000, p. 422.

investimento altrui; sempre l'art. 73, co. 2, autorizza invece i soggetti abilitati (in cui sono compresi gli intermediari comunitari) unicamente al collocamento a distanza dei propri servizi di investimento.

Alcuni autori in dottrina si sono chiesti se questa sia stata una scelta consapevole operata dalla Consob, oppure una svista.<sup>66</sup> In particolare è stato possibile persino rintracciare un fondamento nella eventuale scelta, nel considerando numero 8 della direttiva sui servizi di investimento dove si legge: «la vendita a domicilio e le sollecitazioni a domicilio dei valori mobiliari non devono essere contemplati dalla presente direttiva e devono essere disciplinati dalle disposizioni nazionali».<sup>67</sup>

La Consob ha comunque chiarito la questione nella comunicazione n. 99027949 del 13 aprile 1999, dove, pronunciandosi sull'offerta fuori sede (di cui, ricordiamo, l'offerta a distanza è specie) ha sostenuto la sostanziale equivalenza tra la definizione di servizio di collocamento ex art. 1, co.5, lett. c) TUF («collocamento con o senza preventiva sottoscrizione o acquisto a fermo, ovvero assunzione di garanzia nei confronti dell'emittente») e quella contenuta nella sezione "A" – Servizi ammessi al mutuo riconoscimento – dell'allegato al TUF, («assunzione a fermo per tutte o per alcune emissioni degli strumenti indicati nella sezione "B" e/o collocamento di tali emissioni»). La Consob ha quindi concluso che i soggetti comunitari, autorizzati negli Stati di origine a prestare il servizio corrispondente, abilitati, a seguito della comunicazione dell'autorità competente, a prestare tale servizio in regime di mutuo riconoscimento, possono svolgere in Italia, tramite succursale o in regime di libera prestazione anche la promozione e il collocamento a distanza di prodotti finanziari e servizi di investimento prestati da altri intermediari (sempre e comunque nel rispetto della normativa sulla sollecitazione all'investimento di cui alla parte IV, titolo II, capo I, del TUF e al regolamento Consob n. 11971/1999 e delle disposizioni sull'offerta di quote di fondi comuni esteri armonizzati di cui all'art. 42 del TUF e infine, delle regole di comportamento di cui al libro IV del regolamento Consob n. 11522/1998)<sup>68</sup>.

---

<sup>66</sup> Cfr. LONGO D., Chiarimenti CONSOB sulla prestazione dei servizi di investimento tramite Internet, in *Le Società* 1999, p. 1132.

<sup>67</sup> Direttiva del Consiglio della Comunità Economica Europea 10 maggio 1993, n.93/22/Cee relativa ai servizi di investimento nel settore dei valori mobiliari.

<sup>68</sup> Cfr. comunicazione Consob n. 99027949. Cfr. anche RABITTI BEDOGNI C.,  *Mercati finanziari e Internet: la tutela dei risparmiatori. Problemi e prospettive*, in MASCIANDARO D., RIOLO F. (a cura di),  *Internet*

Un'ultima considerazione merita la figura dei *providers*<sup>69</sup> per la quale manca una specifica disciplina interna, ma che ben presto dovrà venire alla luce, in virtù della precisa e cogente normazione comunitaria presente nella direttiva sul commercio elettronico<sup>70</sup>.

---

*Banking: tecnologia, economia e diritto* – Fondazione Rosselli – Quinto Rapporto sul sistema finanziario italiano, giugno 2000, p. 423.

<sup>69</sup> Società o istituzione che offre l'accesso a Internet, spesso indicati con l'acronimo IP - *Internet Provider* (fornitori di connettività e accesso a Internet), o anche ISP - *Internet Service Provider* (fornitori di servizi su Internet), o infine ICP - *Internet Content Provider* (fornitori di contenuti su Internet).

<sup>70</sup> Ricordiamo che con la legge (c.d. *comunitaria*) del 1° marzo 2002 è stata data delega al governo ad attuare (mediante decreto legislativo) la direttiva 2000/31/CE sul commercio elettronico. Vediamo però quali sono in linea generale prima, e nello specifico poi le indicazioni che emergono dalla direttiva riguardo alla responsabilità del *provider*:

Il *provider* (o, usandole parole della direttiva, il *prestatore intermediario*) è quel soggetto che esercita un'attività imprenditoriale di prestazione dei servizi della società dell'informazione offrendo servizi di connettività, trasmissione ed immagazzinamento di dati e/o ospitando il sito sulle proprie apparecchiature. La sezione 4 della direttiva sul commercio elettronico regola il regime della responsabilità dei prestatori intermediari distinguendo tra attività di semplice trasporto (*mere conduit*) (art. 12), memorizzazione temporanea (*caching*) (art. 13) e *hosting* (art. 14). Prima di passare all'esame del regime di responsabilità stabilito per ognuna di tali attività, è necessario premettere che solo in determinate ipotesi si prevede il dovere per i prestatori di servizi di agire per evitare o per porre fine alle attività illegali. Gli Stati membri non possono infatti imporre ai prestatori un obbligo di sorveglianza di carattere generale (considerando n. 47), fatti salvi gli obblighi di sorveglianza in casi specifici e, in particolare, "le ordinanze emesse dalle autorità nazionali secondo le rispettive legislazioni". Impregiudicata rimane altresì la possibilità per gli Stati membri di chiedere ai prestatori di servizi, i quali detengano informazioni fornite dai destinatari del loro servizio, di adempiere al dovere di diligenza che è ragionevole attendersi da loro ed è previsto dal diritto nazionale, al fine di individuare e di prevenire taluni tipi di attività illecite (considerando n. 48). L'art. 15 della direttiva dispone pertanto che nella prestazione dei servizi di cui agli articoli 12, 13 e 14 (*semplice trasporto, memorizzazione temporanea e hosting*) gli Stati membri non impongano ai prestatori un obbligo generale di sorveglianza sulle informazioni che trasmettono o memorizzano né un obbligo generale di ricercare attivamente fatti o circostanze che indichino la presenza di attività illecite. La norma lascia d'altra parte la possibilità agli Stati membri di imporre ai prestatori l'obbligo di informare senza indugio la pubblica autorità competente di presunte attività o informazioni illecite dei destinatari dei loro servizi o di comunicare alle autorità competenti, a loro richiesta, informazioni che consentano l'identificazione dei destinatari dei loro servizi con cui hanno accordi di memorizzazione di dati. In linea generale, le deroghe alla responsabilità del prestatore intermediario stabilite dalla direttiva riguardano esclusivamente il caso in cui l'attività del provider si limiti al processo tecnico di attivare e fornire accesso ad una rete di comunicazione sulla quale sono trasmesse o temporaneamente memorizzate le informazioni messe a disposizione da terzi al solo scopo di rendere più efficiente la trasmissione (considerando n. 42). Ciò in base al rilievo che, essendo siffatta attività di ordine meramente tecnico, automatico e passivo, il prestatore non conosce né controlla le informazioni trasmesse o memorizzate. Il prestatore può pertanto beneficiare delle deroghe alla responsabilità previste per il semplice trasporto (*mere conduit*) e per la memorizzazione temporanea (*caching*) solo se non è in alcun modo coinvolto nell'informazione trasmessa. A tal fine, è tra l'altro necessario che egli non modifichi l'informazione che trasmette (considerando n. 43). Si specifica inoltre che tale ultimo requisito non pregiudica le manipolazioni di carattere tecnico effettuate nel corso della trasmissione, in quanto esse non alterano l'integrità dell'informazione contenuta nella trasmissione. Il prestatore che deliberatamente collabori con un destinatario del suo servizio al fine di commettere illeciti non si limita alle attività di semplice trasporto e di memorizzazione temporanea e non può pertanto beneficiare delle deroghe in materia di responsabilità previste per tali attività (considerando n. 44).

*Semplice trasporto (mere conduit)*. L'art. 12 del provvedimento definisce l'attività di semplice trasporto (*mere conduit*) come quel servizio della società dell'informazione consistente nel trasmettere, su

I *providers* non sono soggetti abilitati e quindi non sono sottoposti a vigilanza anche se svolgono rilevanti funzioni nell'ambito della gestione della rete. In particolare hanno la possibilità di registrare tutti i dati che transitano

---

una rete di comunicazione, informazioni fornite da un destinatario del servizio, o nel fornire un accesso alla rete di comunicazione. Le attività di trasmissione e di fornitura di accesso includono la memorizzazione automatica, intermedia e transitoria delle informazioni trasmesse, a condizione che questa serva solo alla trasmissione sulla rete di comunicazione e che la sua durata non ecceda il tempo ragionevolmente necessario a tale scopo (art. 12, para. 2). In tali ipotesi il prestatore non potrà essere ritenuto responsabile delle informazioni trasmesse a condizione che egli (art. 12, para. 1):

a) non dia origine alla trasmissione;

b) non selezioni il destinatario della trasmissione;

c) non selezioni né modifichi le informazioni trasmesse. Impregiudicata rimane, secondo il para. 3 dell'articolo in esame, la possibilità - in conformità degli ordinamenti degli Stati membri - che un organo giurisdizionale o un'autorità amministrativa esiga che il prestatore impedisca o ponga fine ad una violazione.

*La memorizzazione temporanea (caching).* La memorizzazione temporanea (*caching*) è regolata dall'art. 13 della direttiva. La norma prevede che, nel caso di un servizio della società dell'informazione consistente nel trasmettere, su una rete di comunicazione, informazioni fornite da un destinatario del servizio, il prestatore non sia responsabile della memorizzazione automatica, intermedia e temporanea di tali informazioni effettuata al solo scopo di rendere più efficace il successivo inoltro ad altri destinatari a loro richiesta a condizione che egli:

a) non modifichi le informazioni;

b) si conformi alle condizioni di accesso alle informazioni;

c) si conformi alle norme di aggiornamento delle informazioni, indicate in un modo ampiamente riconosciuto e utilizzato dalle imprese del settore;

d) non interferisca con l'uso lecito di tecnologia ampiamente riconosciuta e utilizzata nel settore per ottenere dati sull'impiego delle informazioni;

e) agisca prontamente per rimuovere le informazioni che ha memorizzato, o per disabilitare l'accesso, non appena venga effettivamente a conoscenza del fatto che le informazioni sono state rimosse dal luogo dove si trovavano inizialmente sulla rete o che l'accesso alle informazioni è stato disabilitato oppure che un organo giurisdizionale o un'autorità amministrativa ne ha disposto la rimozione o la disabilitazione dell'accesso. Impregiudicata anche in questo caso rimane, secondo il par. 2 dell'articolo in esame, la possibilità - in conformità degli ordinamenti degli Stati membri - che un organo giurisdizionale o un'autorità amministrativa esiga che il prestatore impedisca o ponga fine ad una violazione.

*Hosting* Con riguardo all'hosting, l'art. 14 della direttiva sul commercio elettronico prevede che, nell'ipotesi di un servizio della società dell'informazione consistente nella memorizzazione di informazioni fornite da un destinatario del servizio, il prestatore non sia responsabile di tali informazioni a condizione che egli:

a) non sia effettivamente al corrente del fatto che l'attività o l'informazione è illecita e, per quanto attiene ad azioni risarcitorie, non sia al corrente di fatti o di circostanze che rendono manifesta l'illegalità dell'attività dell'informazione;

b) o, non appena al corrente di tali fatti, agisca immediatamente per rimuovere le informazioni o per disabilitare l'accesso ad esse.

Tali principi non si applicano allorché il destinatario del servizio agisca sotto l'autorità o il controllo del prestatore (art. 14, para. 2). Impregiudicata rimane la possibilità, per un organo giurisdizionale o un'autorità amministrativa, in conformità degli ordinamenti giuridici degli Stati membri, di esigere che il prestatore ponga fine ad una violazione o la impedisca; nonché la possibilità per gli Stati membri di definire procedure per la rimozione delle informazioni o la disabilitazione dell'accesso alle medesime (art. 14, para. 3).

per loro tramite nella rete, ma non esiste da parte loro, alcun tipo di controllo sul contenuto, in termini di veridicità, correttezza, e liceità delle informazioni immesse. Si pone dunque il problema se questi soggetti possano o meno essere considerati responsabili delle informazioni diffuse nei vari siti da essi forniti. La dottrina è divisa.

C'è chi sostiene che in virtù di principi generali, i *providers* siano comunque portatori di obblighi informativi, per cui sono tenuti a fornire all'autorità di vigilanza tutti quei dati e quelle notizie che possono essere utili per l'attività di controllo, aggiungendo, *de iure condendo*, «l'opportunità di introdurre norme che disciplinino l'obbligo dei *providers* di dare attuazione a provvedimenti inibitori della Consob volti a far cessare la prosecuzione di comportamenti illeciti»<sup>71</sup>.

C'è chi sostiene invece che non si possa configurare una responsabilità in capo a chi, non ha alcun obbligo di controllo. Più precisamente: prima di porre la domanda sulla eventuale responsabilità del *provider* occorre stabilire se vi sia in qualche modo un *onere di controllo* sui contenuti che sono trasmessi mediante i siti<sup>72</sup> da esso forniti. Al riguardo bisogna fare una importante distinzione tra ISP e ICP: il *provider* di soli servizi di accesso e connettività su Internet (ISP) non può materialmente essere a conoscenza di ciò che transita sui suoi siti; essendo dunque un mero fornitore, la responsabilità sarà a lui imputabile solo in caso di dolo o colpa grave, a meno che non si voglia surrettiziamente configurare un'ipotesi di *responsabilità oggettiva*, ossia di responsabilità senza colpa, prefigurando una sorta di *culpa in vigilando* in capo al *provider*; cosa che, evidentemente, non può esser fatta dall'interprete, bensì dal legislatore; invece nel caso in cui il *provider* di contenuti su Internet (ICP), abbia partecipato attivamente e direttamente all'elaborazione di contenuti illeciti nel sito, può configurarsi una responsabilità solidale *ex art. 2055*<sup>73</sup>.

---

<sup>71</sup> Cfr. RABITTI BEDOGNI C., *Mercati finanziari e Internet: la tutela dei risparmiatori. Problemi e prospettive*, in MASCIANDARO D., RIOLO F. (a cura di), *Internet Banking tecnologia, economia e diritto* – Fondazione Rosselli – Quinto Rapporto sul sistema finanziario italiano, giugno 2000, p. 423.

<sup>72</sup> Escludiamo immediatamente l'ipotesi di un controllo sui contenuti della posta elettronica che sono trattati alla stessa stregua della corrispondenza epistolare e come tale, coperta da segretezza e riservatezza sia dall'art. 15 della Costituzione che dall'art. 616 del codice penale, dove con la legge 23 dicembre 1993, n.547 è stato aggiunto il seguente comma: « Agli effetti delle disposizioni di questa sezione, per «corrispondenza» si intende quella epistolare, telegrafica, telefonica, informatica o telematica ovvero effettuata con ogni altra forma di comunicazione a distanza».

<sup>73</sup> Vedi *amplius* TOSI E., *I problemi giuridici di Internet*, Giuffrè, Milano, 1999.

### 1.11 La promozione e il collocamento a distanza in Italia – la legge

#### *applicabile al contratto*

L'ultima "questione preliminare" (forse la più rilevante) da affrontare, è, a nostro avviso, la vera questione che si pone nella regolamentazione di Internet: ci si domanda: quando si può parlare, e in particolare attraverso quali criteri, è possibile individuare e localizzare in Italia lo svolgimento di un'attività di promozione e collocamento a distanza? o, altrimenti detto con le parole della Consob, «quando l'utilizzo del sito o della posta elettronica configura la promozione o il collocamento a distanza di prodotti e servizi in Italia?»<sup>74</sup>

La questione è tanto rilevante quanto la definizione del fenomeno giuridico, economico e sociale del *trading on line* e della offerta/contrattazione a distanza in genere, perché solo dando risposta a questa domanda è possibile dire qualcosa riguardo la legge applicabile, l'autorità di vigilanza e soprattutto la giurisdizione competente. Osserviamo inoltre che i nuovi indirizzi di vigilanza "telematica" attuano i suggerimenti proposti da organismi internazionali di regolamentazione (IOSCO)<sup>75</sup> e trovano un significativo precedente in una comunicazione emanata dalla Securities and Exchange Commission (SEC), per chiarire in quali ipotesi la diffusione tramite Internet di informazioni concernenti prodotti finanziari e servizi di investimento, non sia qualificabile come sollecitazione rivolta a soggetti residenti negli Stati Uniti. La SEC ha attribuito decisiva importanza alla presenza nel sito di espliciti avvertimenti e alla predisposizione di procedure idonee a identificare la provenienza di eventuali adesioni<sup>76</sup>.

---

<sup>74</sup> Cfr. la già citata comunicazione Consob 99052838/1999.

<sup>75</sup> Vedi IOSCO, *Securities activities on the Internet*, (Nairobi, 13 settembre 1998). *Key Recommendations*, punti B.15 e B.16 (il documento è disponibile sul sito [www.iosco.org](http://www.iosco.org)).

<sup>76</sup> Cfr. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, *Use of Internet Web Sites to Offer Securities, Solicit Securities Transactions or Advertise Investment Service Offshore*, International Series Release, n. 1125, March 23, 1998 (disponibile sul sito [www.sec.gov](http://www.sec.gov)). Vedi anche LENER RAFFAELE, *Promozione e collocamento di prodotti finanziari e servizi di investimento tramite Internet*, in MASCIANDARO D., RIOLO F. (a cura di), *Internet Banking tecnologia, economia e diritto* – Fondazione Rosselli – Quinto Rapporto sul sistema finanziario italiano, giugno 2000, p. 386.

La risposta alla domanda è facile nel caso della posta elettronica. In questo caso è rilevante il fatto che i destinatari dei messaggi di posta elettronica siano investitori residenti in Italia.<sup>77</sup>

Per ciò che riguarda il sito, invece la questione diventa più complessa. Rimane ferma a parere della Consob, l'irrelevanza dell'assenza di un'iniziativa da parte del gestore del sito. In prima approssimazione possiamo dire che l'attività di promozione e collocamento a distanza si considera rivolta a investitori residenti in Italia e quindi rientra nell'ambito di applicazione dell'art. 32 TUF e degli artt. da 71 a 77 del regolamento n. 11522/1998, se non è preclusa ai residenti italiani la possibilità di aderire alle proposte. Più precisamente la Consob ha indicato delle *condizioni*<sup>78</sup> che, se sussistono congiuntamente, si può presuntivamente escludere che vi sia, da parte di un sito, attività di promozione e collocamento a distanza in Italia. Le condizioni che rendono applicabile la suddetta presunzione sono:

- la presenza di avvertenze esplicite, adeguatamente evidenziate, che chiariscono che il sito è rivolto a residenti in Stati diversi dall'Italia, poiché non è conforme alla normativa vigente in Italia;

- la presenza di procedure che consentano al gestore del sito di rifiutare ogni adesione o richiesta proveniente da investitori residenti in Italia;

- l'effettivo rifiuto da parte del gestore del sito di qualsiasi adesione o richiesta proveniente da investitori residenti in Italia.

Se sussistono queste condizioni, un *sito finanziario*<sup>79</sup>, ancorché accessibile da parte di investitori italiani, non sarà assoggettato alla disciplina italiana.

Nell'ipotesi in cui vi siano dei siti che non abbiano le caratteristiche sopra indicate, la Consob ritiene che debbano essere considerati rivolti a investitori italiani «solo quelli il cui contenuto ovvero le circostanze connesse, fanno presumere che le attività di promozione e collocamento a distanza, abbiano quali *obiettivi*, anche non esclusivi, soggetti residenti in Italia»<sup>80</sup>. Questo

---

<sup>77</sup> Cfr. la già citata comunicazione Consob 99052838/1999.

<sup>78</sup> Per la verità, la Consob parla di *circostanze*, ma LONGO le definisce anche *safe harbours*.

<sup>79</sup> Un *sito finanziario* è un sito a contenuto promozionale e negoziale concernente prodotti finanziari e servizi di investimento. Cfr. comunicazione Consob n. 99052838/1999.

<sup>80</sup> Cfr. comunicazione Consob n. 99052838/1999.

vuol dire che un servizio è prestato in Italia se il contatto con l'investitore è derivato dall'effettuazione «sul territorio italiano, con ogni mezzo, di attività di ricerca della clientela, di pubblicità, o ancora di prospezione e conclusione del relativo contratto»<sup>81</sup>.

Gli indizi che possono far ritenere che un sito sia rivolto all'Italia, sono, in via esemplificativa: il riferimento a fatti e circostanze relative all'Italia; l'uso della lingua italiana; l'indicazione dei prezzi e importi in lire. O ancora, altre *circostanze connesse* quali l'operatività in Italia di intermediari attraverso i quali è possibile dare seguito o aderire alla promozione o al collocamento; la diffusione di informazioni in Italia, compresa l'effettuazione di campagne informative o pubblicitarie, individualizzate o di massa, con i diversi mezzi di comunicazione disponibili, siano essi o meno classificabili come tecniche di comunicazione a distanza; la reperibilità del sito tramite motori di ricerca (*search engines*) italiani o specializzati sull'Italia. La Consob ha comunque concluso facendo presente che potrà ritenere che sia stata prestata in Italia attività di promozione e collocamento a distanza mediante un sito, sulla base di una *valutazione specifica*. Quest'ultima, diciamo subito, una vera e propria clausola di salvaguardia che permetterà alla Consob di valutare caso per caso ogni situazione sospetta, tenendo conto delle effettive adesioni all'offerta da parte di investitori residenti in Italia.

È importante osservare come, le condizioni di esclusione dell'attività di promozione e collocamento a distanza in Italia, nonché gli *indici di secondo livello*<sup>82</sup> risultano già superati o comunque facilmente eludibili: si pensi, ad esempio, all'uso della lingua italiana: quanti siti finanziari ormai sono in inglese; o all'indicazione dei prezzi in lire: dopo il 1° gennaio 2002 con l'avvento dell'euro, andrebbe quantomeno aggiornato! Per non parlare poi della circostanza relativa alla reperibilità del sito tramite motori di ricerca italiani:

---

<sup>81</sup> Vedi comunicazione Consob n. DAL/RM/96000272 del 12 gennaio 1996, *Bollettino Consob*, 1996, fasc. 1, p. 59. Nello stesso senso, fra le altre: comunicazione n. SGE/RM/91004084 del 10 giugno 1991; comunicazione n. SGE/RM/91007252 del 12 dicembre 1991; comunicazione n. BOR/RM/91007639 del 27 dicembre 1991; comunicazione BOR/RM/92002207 del 3 aprile 1992; comunicazione BOR/RM/93005482 del 2 luglio 1993; comunicazione DAL/RM/96002274 del 13 marzo 1996; comunicazione n. DAL/RM/96008296 del 10 settembre 1996. Ricordiamo che tutte le comunicazioni Consob sono rinvenibili al sito ufficiale della Consob, [www.consob.it](http://www.consob.it).

Cfr. RABITTI BEDOGNI C., *Mercati finanziari e Internet: la tutela dei risparmiatori. Problemi e prospettive*, in MASCIANDARO D., RIOLO F. (a cura di), *Internet Banking tecnologia, economia e diritto* – Fondazione Rosselli – Quinto Rapporto sul sistema finanziario italiano, giugno 2000, p. 426.

<sup>82</sup> Questa terminologia è usata dalla stessa Consob in comunicazione n. 99052838/1999 per indicare il *contenuto* e le *circostanze connesse*.

non si tiene conto del fatto che, anche se si assumesse da dati inconfutabili che il sito non fosse italiano (*rectius* rivolto a investitori residenti in Italia), sarebbe ugualmente rintracciabile mediante motori di ricerca italiani se, ad esempio, questo fosse indicizzato su un determinato portale, o, ancora, se il *link* alla *home page* del sito interessato fosse presente in una pagina di un altro sito previamente segnalato da un motore italiano! Riguardo poi alla *fruibilità italiana* del sito, Autorevole dottrina<sup>83</sup> sostiene che possa darsi certezza di ciò, nell'ipotesi in cui l'estensione del sito sia ".it". Tale osservazione va letta come indice sintomatico, ovviamente, e non regola imprescindibile. Non sarà infatti la mera estensione dell'indirizzo Internet a determinare la *legge applicabile* quanto il contenuto sostanziale e il materiale presente effettivamente nel sito.

In riferimento all'approccio adottato dalla Consob, anche denominato "il test degli obiettivi", parte della dottrina ha osservato che questo potrebbe presto essere abbandonato per passare ad un altro, fondato sulla "*prestazione caratteristica*".<sup>84</sup>

Sul punto occorre fare un importante approfondimento.

In una comunicazione interpretativa<sup>85</sup> della commissione Ce, in materia di libera prestazione dei servizi, nella seconda direttiva bancaria, che si deve ritenere applicabile anche alla direttiva sui servizi d'investimento perché le direttive pongono problematiche analoghe, (tesi sostenuta dalla quasi totalità della dottrina)<sup>86</sup>, è possibile leggere: «l'art. 20 par. 1 della seconda direttiva

---

<sup>83</sup> Cfr. RABITTI BEDOGNI C.,  *Mercati finanziari e Internet: la tutela dei risparmiatori. Problemi e prospettive*, in MASCIANDARO D., RIOLO F. (a cura di),  *Internet Banking tecnologia, economia e diritto* – Fondazione Rosselli – Quinto Rapporto sul sistema finanziario italiano, giugno 2000, p. 426.

<sup>84</sup> Vedi LONGO D., Chiarimenti Consob sulla prestazione dei servizi di investimento tramite Internet, in *Le Società*, 1999.

<sup>85</sup> Comunicazione interpretativa della commissione,  *Libera prestazione dei servizi e interesse generale nella seconda direttiva bancaria*, 97/C 209/04, pubblicata sulla GUCE C-209/6 del 10 luglio 1997, riportata anche in *Le Società*, 1997, p. 1218, e *Banca, borsa e titoli di credito*, 1998, I, p. 81, con nota di L. G. RADICATI DI BROZOLO. Vedi anche BONZANINI L.,  *La disciplina del collocamento a distanza di prodotti finanziari*, in *Contratti*, 1999, p. 515 e ss., spec. 523.

<sup>86</sup> Vedi AVGOULEAS E.,  *The harmonization of rules of conduct in EU financial markets: Economic Analysis. Subsidiarity and investor protection*, in *European Law Journal*, 2000, 6, p. 79: «it seems very unlikely that the commission would adopt a different approach on the application of art. 14 of the ISD» (*Investment Services Directive*, 93/22/CEE).

Vedi ZITIELLO,  *Libera prestazione di servizi sul web*, in *Trading online*, Bloomberg Investimenti, ottobre 2000, p.31; LONGO D.,  *Chiarimenti Consob sulla prestazione dei servizi di investimento tramite Internet*, in *Le Società* 1999, p. 1134; e infine BONZANINI L.,  *Contratti finanziari. La normativa di riferimento in materia di "trading on line"* (Relazione al convegno organizzato dall'ITA sul tema: "*Trading on line - Disciplina, problemi e prospettive*", Milano, 18-19 gennaio 2000), in *I Contratti*, 2000, fasc. 2 (febbraio), p. 200.

subordina l'applicazione della procedura di notifica all'intenzione di esercitare attività nel territorio di un altro Stato membro. È pertanto necessario accertare dove verrà prestato il servizio bancario per stabilire se debba essere effettuata una notifica preliminare». La «immaterialità» dei servizi bancari rende, a dire della commissione, rapidamente obsoleti i criteri di localizzazione troppo rigidi. Per questi motivi, a parere della stessa commissione, occorrerà determinare il luogo in cui è fornita la «prestazione caratteristica», cioè *la prestazione essenziale che caratterizza il servizio per la quale è dovuto il pagamento*.

La commissione Ce inoltre rileva, incidentalmente, che «la fornitura di servizi a distanza, ad esempio tramite Internet, non dovrebbe necessitare di notifica preliminare, in quanto non si può considerare che il prestatore eserciti la sua attività nel territorio del cliente». Autorevole dottrina evidenzia come l'assunto della commissione Ce per cui il mero uso di Internet sia sufficiente da solo a «far ritenere che la banca non eserciti l'attività nel territorio del cliente, sia apodittico e scarsamente motivato»<sup>87</sup>.

La Commissione chiarisce infine che «qualunque forma di pubblicità, mirata o meno, e qualunque offerta di servizi fornita a distanza con qualsiasi mezzo (posta, fax, posta elettronica, etc.) dovrebbe essere dispensata dall'obbligo di previa notifica». Appare con evidenza l'impropria assimilazione dei due diversi fenomeni della pubblicità e della promozione, come ampiamente mostrato *supra*.

Alla luce delle considerazioni svolte, non si può condividere la posizione della Commissione, per cui Internet non sia neppure una modalità di prestazione di servizi in via transfrontaliera: una simile lettura e interpretazione della rete, comporterebbe delle conseguenze gravi sia sul sistema di concorrenza degli intermediari che su quello di tutela dei consumatori. È evidente come in questo modo siano ancora più facilitati fenomeni di "*arbitraggio normativo*" a favore di paesi privi di controllo, vigilanza, regole di condotta e requisiti patrimoniali e di stabilità, a danno sia del principio di libera concorrenza tra intermediari che degli investitori.<sup>88</sup> Peraltro, aggiunge recente dottrina, «le osservazioni della commissione Ce, che non rappresentano necessariamente le interpretazioni degli Stati membri e non danno luogo, di per

---

<sup>87</sup> Vedi ZITIELLO, *Libera prestazione di servizi sul web*, in Trading online, Bloomberg Investimenti, ottobre 2000, p.31.

<sup>88</sup> Vedi ancora ZITIELLO, *Libera prestazione di servizi sul web*, in Trading online, Bloomberg Investimenti, ottobre 2000, p. 33.

sé, ad alcun obbligo a carico, sono condotte esclusivamente al fine di valutare i limiti entro i quali risulti necessaria una notifica preliminare; il ragionamento condotto è rivolto solo a definire le condizioni di abilitazione alla prestazione del servizio e non ha alcun effetto sul diritto applicabile al servizio».<sup>89</sup>

Più in generale per stabilire la legge applicabile al contratto si fa riferimento alla Convenzione di Roma<sup>90</sup> del 19 giugno del 1980, (resa esecutiva con legge 18 dicembre 1984, n. 975), richiamata dall'art. 57 della legge 31 maggio 1995, n. 218, di riforma del sistema italiano di diritto internazionale privato, che dispone: «1. Le obbligazioni contrattuali sono in ogni caso regolate dalla Convenzione di Roma del 19 giugno 1980»<sup>91</sup>. La Convenzione di Roma è, come noto, informata al più ampio favore per l'autonomia privata nella scelta della legge applicabile.

L'art. 3 rubricato "Libertà di scelta", prevede: «1. il contratto è regolato dalla legge scelta dalle parti. La scelta deve essere espressa, o risultare in modo ragionevolmente certo dalle disposizioni del contratto o dalle circostanze (...) 3. La scelta di una legge straniera a opera delle parti, accompagnata o non dalla scelta di un tribunale straniero, qualora nel momento della scelta tutti gli altri dati di fatto si riferiscano a un unico paese, non può recare pregiudizio alle norme alle quali la legge di tale paese non consente di derogare per contratto, qui di seguito denominate "disposizioni imperative". 4. L'esigenza e validità del consenso delle parti sulla legge applicabile al contratto sono regolate dagli

---

<sup>89</sup> Vedi DE MARI M. E SPADA L., *Orientamenti in tema di intermediari e promotori finanziari*, in Foro Italiano, novembre 2001, p. 3331.

<sup>90</sup> Vedi DE NOVA G., *Il Commercio Elettronico: aspetti giuridici*, in MASCIANDARO D., RIOLO F. (a cura di), *Internet Banking tecnologia, economia e diritto* - Fondazione Rosselli - Quinto Rapporto sul sistema finanziario italiano, giugno 2000.

Vedi anche Tribunale di Milano, 6 febbraio 1997, in Foro Italiano, voce *Valori Mobiliari*, n. 86, che ha avuto modo di riferire al caso la disciplina della convenzione di Roma, sulla legge applicabile alle obbligazioni contrattuali, riconoscendo l'operatività della legge italiana (l. 1/91), in assenza di determinazione convenzionale, in quanto il contratto (tra una Sim italiana ed un cliente inglese, non consumatore ai fini della convenzione medesima) presentava il collegamento più stretto con l'Italia, visto che in Italia aveva sede la parte che doveva fornire la prestazione caratteristica (art. 4, co.1 e co.2, della convenzione). Decisione diversa si sarebbe avuta in presenza di un cliente qualificato come consumatore ai fini della convenzione (art. 5), posto che, nel caso, la stessa scelta, eventualmente operata dalle parti, circa la legge applicabile al contratto, non avrebbe potuto «privare il consumatore della protezione che gli conferiscono le disposizioni imperative del paese nel quale risiede abitualmente (art. 5, co.2) (sempre che la conclusione del contratto sia preceduta in tale paese da una proposta specifica o da una pubblicità, e nello stesso paese il consumatore abbia compiuto gli atti necessari per la conclusione del contratto, ovvero che il fornitore riceva l'ordine del consumatore nel paese di residenza di quest'ultimo).

<sup>91</sup> Sull'applicabilità della convenzione di Roma anche ai contratti di intermediazione mobiliare, CALABI G. E FRIGESSI DI RATTALMA M., *Sulla libertà di prestazione di servizi di intermediazione mobiliare: legge Sim e diritto comunitario a confronto*, in Contratto e impresa, 1992, p. 745 e ss.

articoli 8, 9 e 11». In mancanza di scelta, soccorre l'**art. 4**, che rende applicabile la legge del paese con il "collegamento più stretto" (cioè presuntivamente il paese della parte che deve fornire la "prestazione caratteristica"). È evidentemente su questa linea che si è mossa la commissione Ce quando ha emanato la comunicazione interpretativa alla seconda direttiva bancaria.

Recentemente, autorevole dottrina<sup>92</sup> osserva come le disposizioni di diritto internazionale privato dettate dalla convenzione di Roma rischiano di trovarsi "costrette" tra gli orientamenti delle autorità di vigilanza, volti a riconoscere l'applicazione della disciplina italiana dell'attività, quando in Italia l'intermediario ricerchi i propri clienti (non importa se consumatori o meno), e l'indirizzo della commissione Ce<sup>93</sup>, secondo cui, in caso di servizi bancari (e, si potrebbe aggiungere, in caso di servizi di investimento) forniti in regime di libera prestazione dei servizi ai consumatori, «in virtù del principio del primato del diritto comunitario, l'imposizione delle disposizioni imperative... operata dal paese di residenza del consumatore... può, se dà luogo ad un ostacolo, essere soggetta a sua volta alla verifica delle condizioni dell'interesse generale»; in altri termini, «occorre verificare se, in assenza di armonizzazione, non vengano mantenute misure nazionali che, con il pretesto della tutela del consumatore, sono dirette a limitare o ad impedire l'ingresso di servizi bancari diversi o sconosciuti sul territorio nazionale». In quest'ottica, «un giudice può essere chiamato ad esaminare la compatibilità con il diritto comunitario del risultato che discende dall'applicazione delle norme sul conflitto di leggi in materia contrattuale contenute negli strumenti di diritto internazionale privato ed in particolare nella convenzione di Roma»<sup>94</sup>. Sui nuovi orientamenti in sede

---

<sup>92</sup> Vedi DE MARI M. E SPADA L., *Orientamenti in tema di intermediari e promotori finanziari*, in Foro Italiano, novembre 2001, p. 3331.

<sup>93</sup> Comunicazione interpretativa più volte citata 97/C 209/04.

<sup>94</sup> Vedi PARRELLA F., *La disciplina speciale dell'offerta a distanza di prodotti finanziari e di servizi d'investimento*, in Diritto della banca e del mercato finanziario, gennaio-marzo 2000, p. 38 e ss. L'autore sottolinea come, ai sensi dell'ottavo 'considerando' della direttiva 93/22/CEE, «la vendita a domicilio e le sollecitazioni a domicilio dei valori mobiliari... devono essere disciplinati dalle disposizioni nazionali». L'autore, al riguardo nota che «il rinvio operato da tale 'considerando' alle disposizioni nazionali sembra legittimare, in particolare, l'imposizione di restrizioni agli intermediari comunitari, nel settore armonizzato dell'offerta fuori sede, al di sopra dei criteri di collegamento dettati dalla... convenzione di Roma». Sul tema dell'individuazione della legge applicabile, si nota come anche i più recenti orientamenti comunitari, non siano sempre di carattere univoco: così, nella direttiva sul «commercio elettronico», (vedi *supra*) si precisa (22° 'considerando') che «il controllo dei servizi della società dell'informazione deve essere effettuato all'origine dell'attività», statuendosi (art. 3) che «ogni Stato membro provvede affinché i servizi della società dell'informazione forniti da un prestatore stabilito nel suo territorio, rispettino le disposizioni nazionali vigenti in detto Stato membro nell'ambito regolamentato» (criterio del «mercato interno»); più recentemente, la posizione comune (n. 16 del 2002) sulla commercializzazione a distanza dei servizi

comunitaria si rinvia in particolare al regolamento concernente la competenza giurisdizionale<sup>95</sup>.

### 1.12 Le altre regole contenute nel regolamento Consob 11522

Tutta la disciplina in questione (art. 32 del TUF, e artt. 71-77 del regolamento Consob 11522) è ispirata dall'esigenza e dall'intento di protezione dei consumatori, in quanto contraenti deboli per "asimmetria" informativa, sul piano dei fatti e delle tecniche rilevanti; ciò è tanto vero, che essa non si applica, giusta il disposto dell'**art. 72**, co.4, del regolamento Consob, agli "*operatori qualificati*", tali definiti dall'art. 31, co.2, del regolamento medesimo<sup>96</sup>. Si ricorda che la norma regolamentare ha il suo fondamento nell'art. 32, co.2 del TUF, il quale dispone che «la Consob, sentita la Banca d'Italia può disciplinare con regolamento, in conformità dei principi stabiliti nell'art. 30<sup>97</sup>, la promozione e il collocamento mediante di comunicazione a distanza». L'art. 30, co.2, esenta – escludendola dalla categoria/fattispecie rilevante («Non costituisce offerta fuori sede...») – l'offerta effettuata nei confronti di "*investitori professionali*". Di conseguenza, l'art. 72, co.4, del regolamento esenta dalla specifica disciplina («Non costituisce promozione e collocamento a distanza...») l'offerta effettuata nei confronti degli *operatori qualificati* di cui all'art. 31, co.2. Risulta evidente l'estensione del dato legale operata dal regolamento (la legge parla di *investitori professionali*, il regolamento di *operatori qualificati*), peraltro, forse illegittima, perché è un'estensione dell'area di esonero

---

finanziari ai consumatori, per quanto non ancora definita pare fare salve le disposizioni della convezione di Roma (vedi ottavo 'considerando').

<sup>95</sup> Regolamento (CE) n. 44/2001 del consiglio del 22 dicembre 2000 concernente la competenza giurisdizionale, il riconoscimento e l'esecuzione delle decisioni in materia civile e commerciale (GUCE 16-gen-01 n.L12).

<sup>96</sup> L'art. 31, co.2, del citato regolamento Consob n.11522/1998 recita: «Per operatori qualificati si intendono gli intermediari autorizzati, le società di gestione del risparmio, le SICAV, i fondi pensione, le compagnie di assicurazione, i soggetti esteri che svolgono in forza della normativa in vigore nel proprio Stato d'origine le attività svolte dai soggetti di cui sopra, le società e gli emittenti strumenti finanziari negoziati in mercati regolamentati, le società iscritte negli elenchi di cui agli artt. 106, 107 e 113 del decr. lgs. 385/1993, le persone fisiche che documentino il possesso dei requisiti di professionalità stabiliti da TUF per i soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo presso società di intermediazione mobiliare, le fondazioni bancarie, nonché ogni società o persona giuridica in possesso di una specifica competenza ed esperienza in materia di operazioni in strumenti finanziari espressamente dichiarata per iscritto dal legale rappresentante».

<sup>97</sup> Il quale riguarda l'offerta fuori sede; ma nel comma 6 anche i contratti di collocamento di strumenti finanziari, o *rectius* di prodotti finanziari (vedi *supra*) o di gestione di portafogli individuali conclusi "a distanza".

dalla normativa di tutela del consumatore (chi sarebbe protetto secondo la legge non lo è più secondo il regolamento). Ciò che rileva in questo caso è la definizione legale di consumatore che si trova nelle direttive comunitarie di tutela del consumatore.<sup>98</sup>

L'**art. 74** impone un limite all'impiego delle tecniche di comunicazione a distanza, consistente nell'obbligo di non effettuare e, se intraprese, di interrompere, la promozione e ed il collocamento nei confronti degli investitori che si dichiarino esplicitamente contrari al loro svolgimento o alla loro prosecuzione.

L'**art. 75** al primo comma richiama l'osservanza delle disposizioni contenute nel Libro III del regolamento; al secondo comma obbliga gli intermediari a fornire informazioni e chiarimenti agli investitori in modo chiaro e comprensibile, con modalità adeguate alle caratteristiche della tecnica di comunicazione a distanza impiegata. Da sottolineare poi l'ultimo comma che concede di adempiere gli obblighi di consegna di taluni documenti<sup>99</sup> anche mediante utilizzo di tecniche di comunicazione a distanza, purché le caratteristiche di queste ultime siano con ciò compatibili e consentano al destinatario dei documenti di acquisirne la disponibilità su supporto duraturo. Questa condizione generale la ritroveremo tra le regole di condotta del *trading on line*.

### *1.13 La definizione di trading on line*

La Consob, con la comunicazione DI/30396, ha fornito una serie di utili indicazioni di carattere interpretativo sulle regole di condotta che devono essere osservate dagli intermediari nel *trading on line*. Nella medesima comunicazione viene dettata la definizione di *trading on line consistente nell'utilizzo di Internet quale canale di contatto con la clientela per l'esecuzione (rectius prestazione) dei servizi di negoziazione per conto terzi, di ricezione e di trasmissione degli ordini*. Appare lecito osservare come questa definizione sia quanto meno ristretta: la delibera Consob fornisce infatti una sommaria definizione dell'attività di *trading on line* in funzione esplicativa che però, tra le operazioni tradizionali relative allo scambio di valori mobiliari, non inserisce il concetto di «collocamento» a distanza

---

<sup>98</sup> Vedi oltre.

<sup>99</sup> L'art. 75, co. 3 precisa che i documenti di cui è prevista la consegna, sono quelli del libro III del regolamento, in particolare le informazioni *ex artt.* 28 e 29.

facendo sorgere il dubbio agli interpreti sull'ambito di applicabilità della disciplina. L'esclusione genera dubbi in quanto nell'art. 32 del TUF, nonché nell'art. 72 del regolamento n. 11522/1998, e in genere negli atti interpretativi precedenti della Consob è sempre menzionato come requisito dell'offerta a distanza o il termine di «promozione» o quello di «collocamento»: il riferimento è sempre stato, non solo alla mera esecuzione delle operazioni di interazione cliente-intermediario di invio e ricezione ordini, ma anche alla stessa promozione e al collocamento dei servizi d'investimento<sup>100</sup>, e la fattispecie di *trading on line* consiste pur sempre nella offerta di servizi finanziari a distanza.<sup>101</sup>

Inoltre, nella medesima delibera, la Consob, da una parte ha riconosciuto la piena libertà agli intermediari di ricorrere a Internet per la prestazione dei propri servizi, facendo sempre e comunque salve le regole che presiedono alla corretta prestazione delle attività di intermediazione, e dall'altra ne fa «discendere» l'onere per l'intermediario che utilizza la rete, di predisporre ed attuare *procedure*<sup>102</sup> tecniche ed operative che consentano il pieno ed effettivo rispetto della disciplina.

In generale si può dire che la comunicazione 30396 non presenta caratteristiche di innovazione normativa, ma volutamente viene ad assumere carattere essenzialmente ricognitivo e riassuntivo dei precedenti interventi della commissione sul tema<sup>103</sup>. Detto intervento risulta dunque apprezzabile per il contributo in termini di organicità e razionalizzazione della materia.<sup>104</sup> Potremmo definirla una sorta di piccolo «testo unico».<sup>105</sup>

Come dicevamo, la Consob in questa comunicazione coordina, interpreta e fa sintesi di tutti quegli interventi disciplinari (di rango legislativo, ma soprattutto regolamentare) diretti alla promozione dei diritti e degli interessi dei risparmiatori, all'accoglimento delle loro aspettative; è di essi ci occuperemo in questa seconda parte, insieme alla descrizione dei problemi di ordine

---

<sup>100</sup> Cfr. CATALANO G., *lezioni di diritto degli intermediari finanziari*, in [www.unitn.it](http://www.unitn.it), 2001.

<sup>101</sup> Cfr. SARZANA F., *I contratti di Internet e del commercio elettronico*, Giuffrè, 2001, p. 106 e ss.

<sup>102</sup> Vedi oltre.

<sup>103</sup> Vedi *supra*.

<sup>104</sup> Cfr. ZITIELLO, *In Borsa sul web parla la Consob*, in *Trading online*, Bloomberg Investimenti, giugno 2000.

<sup>105</sup> AGOSTINI P. L. E LO PRESTI B., in *Trading on line: le regole Consob*, in AAVV, *On line banking – Soluzioni tecnologiche multicanale*, McGraw-Hill, 2001.

applicativo delle fattispecie giuridiche astratte per, infine, verificarne la corrispondenza con la realtà operativa fattuale.

Un'ultima notazione merita l'incidentale “*in conformità ai principi IOSCO*”, quale orientamento assunto dalla commissione nella disciplina e vigilanza dei comportamenti degli operatori del settore.

#### *1.14 La forma del contratto di prestazione di servizi d'investimento*

La finalità di collocare il prodotto – propria di qualsiasi attività commerciale – calata nella realtà di vendita a distanza pone l'interrogativo relativo alla produzione a distanza del regolamento negoziale. Di regola il contratto di *prestazione di servizi di investimento* è soggetto all'art. 23 del TUF, che al primo comma prevede: «I contratti relativi alla prestazione dei servizi di investimento e accessori sono redatti per iscritto e un esemplare è consegnato ai clienti. La Consob, sentita la Banca d'Italia, può prevedere con regolamento che, per motivate ragioni tecniche o in relazione alla natura professionale dei contraenti, particolari tipi di contratto possono o debbano essere stipulati in altra forma. Nei casi di inosservanza della forma prescritta, il contratto è nullo». La formulazione della prima parte della norma fa riferimento ad un requisito formale *ad substantiam*, ma la nullità è relativa, secondo quanto dispone il terzo comma, che attribuisce legittimazione attiva a farla valere al solo cliente. Dall'art. 23 del TUF emerge dunque, quale regola generale (art. 23 TUF, prima parte), quella della necessità della forma scritta per la validità dei contratti in questione.<sup>106</sup> Il requisito della forma scritta per la conclusione dei contratti in questione, comporta la necessità nel *trading on line*, dell'associazione al documento informatico della firma digitale, *ex artt.* 5, co.1, 10, co.2, e 11, co.1, D.P.R. n. 513/1997: una conferma di ciò, che vale «interpretazione autentica», si ha appunto nella comunicazione Consob 30396, laddove si precisa: «*allo stato dell'ordinamento vigente, la conclusione del contratto relativo alla prestazione dei servizi di investimento deve avvenire, di regola, per iscritto. Pertanto, la conclusione del contratto potrà avvenire via Internet solo ove sia effettivamente realizzabile la c.d. firma digitale secondo quanto disposto dal D.P.R. 10 novembre 1997, n. 513, in attuazione dell'art. 15, co.2,*

---

<sup>106</sup> Per un commento alla disciplina cfr. COSTI R., *Il mercato mobiliare*, Torino, 2000, p.129 e ss.

della legge 15 marzo 1997, n. 59. Lo stesso è a dirsi per ogni altra dichiarazione negoziale in ordine alla quale sia richiesta dall'ordinamento, senza alternative, la forma scritta».<sup>107</sup>

Per ciò che riguarda la normativa secondaria, l'art. 30 del regolamento Consob n. 11522/1998, intitolato «Contratti con gli investitori», prevede al primo comma: «Gli intermediari autorizzati non possono fornire i propri servizi se non sulla base di un apposito contratto scritto; una copia di tale contratto è consegnata all'investitore.» il secondo comma prosegue individuando il contenuto minimo del contratto con le informazioni necessarie alla sua validità.<sup>108</sup> Il terzo comma conclude: «le disposizioni di cui al presente articolo non si applicano alla prestazione dei servizi: a) di collocamento, ivi compresi quelli di offerta fuori sede e di promozione e collocamento a distanza; [...]»<sup>109</sup>.

L'art. 30 impone anzitutto un requisito di forma scritta per i contratti di prestazione di servizi di investimento<sup>110</sup>, con obbligo di consegna di copia all'investitore<sup>111</sup> (art. 30, co.1); prevede poi un contenuto vincolato del contratto (art. 30, co.2). La vocazione generalizzata della norma, il cui primo comma fa riferimento indistintamente ai servizi d'investimento, viene ridotta dal comma terzo, che ne esclude l'applicazione ai contratti di prestazione di servizi d'investimento *sub specie* di collocamento (lett. a): la norma resta dunque applicabile soprattutto alle negoziazioni per conto proprio e per conto terzi (art. 1, co.5, lett a-b TUF). Codesta esclusione *ex art. 30, co.3*, relativa ai contratti di prestazione di servizi d'investimento *sub specie* di collocamento, viene talvolta considerata, da parte di alcuni operatori, come attuazione di quanto consentito dalla seconda parte dell'art. 23, co.1, del TUF (laddove prevede che: «la Consob, sentita la Banca d'Italia, può prevedere con regolamento che, *per motivate ragioni tecniche o in relazione alla natura professionale dei contraenti*, particolari tipi di contratto possano o debbano essere stipulati in altra

---

<sup>107</sup> Vedi appunto comunicazione Consob 30396 del 21 aprile 2000.

<sup>108</sup> Questo lo si evince dall'imperativo *deve* presente all'inizio del secondo comma, art.30, prima del lungo elenco degli elementi necessari.

<sup>109</sup> Alla lettera b), si fa riferimento anche ai servizi *accessori*, fatta eccezione per quelli di concessione di finanziamenti agli investitori e di consulenza in materia di investimenti in strumenti finanziari.

<sup>110</sup> Servizi identificati dall'art. 3, co. 1, lett. i) del regolamento per rinvio all'art. 1, co. 5, TUF e così: a-b) negoziazione per conto proprio o di terzi; c) collocamento; d) gestione su base individuale portafoglio di investimento; e) ricezione, trasmissione ordini nonché mediazione.

<sup>111</sup> Nota bene, di una copia e non di un esemplare secondo quanto stabilito dall'art. 23 TUF.

forma»). Parte della dottrina dissente da questa impostazione<sup>112</sup>: la esclusione in questione, infatti, non è fatta per ragioni tecniche, né in relazione allo status dei contraenti, sicché non può essere riportata all'art. 23, co.1, TUF. Essa verosimilmente rimanda al coordinamento con il regolamento Consob n. 11791/1999 (detto regolamento "emittenti"), il cui art. 13, co.4, detta autonomamente una disciplina formale del contratto di adesione ad una offerta di collocamento, così disponendo: «L'adesione alla sollecitazione è effettuata mediante la *sottoscrizione del modulo* predisposto dall'offerente o con *altre modalità equivalenti* indicate nel prospetto». L'art. 13, co.4, prosegue indicando altri elementi che devono essere contenuti nel modulo.

Ma anche qui occorre fare attenzione: la stessa dottrina avverte che – tra gli operatori del settore ansiosi di avallare l'attuale prassi del c.d. *trading on line «amorfo»* (cioè integrato da manifestazioni di volontà espresse con semplici *click* e compilazioni di moduli elettronici privi di firma digitale, non ancora di comune utilizzo) – sia diffusa la convinzione che tale prassi possa rientrare in quelle altre *modalità equivalenti* indicate nel prospetto, di cui fa cenno l'art. 13, co.4, del regolamento emittenti (n. 11791/1999). E si invoca talvolta in questo senso la comunicazione Consob n. DIS/99051449 in data 1 luglio 1999, richiamata dalla successiva comunicazione Consob DI/99065403 in data 3 settembre 1999, relativa – quest'ultima – alla «promozione e collocamento di quote di fondi comuni di investimento tramite sito Internet».

Attraverso una attenta analisi delle comunicazioni in parola, si giunge a capire dove sia l'equivoco. La lettura della precedente comunicazione DIS/99051449 – oggetto di richiamo in quella successiva – chiarisce infatti che la risposta data in allora da Consob era diretta a un quesito in merito all'utilizzo del servizio di *banca telefonica* per la compravendita di quote di fondi comuni d'investimento. E che con la medesima *non si è data una indicazione delle «modalità equivalenti» alla sottoscrizione del modulo di adesione, di cui all'art. 13, co.4*, bensì più radicalmente, si è sottratta alla necessità di forma scritta tutta una serie di operazioni attinenti alla sottoscrizione di fondi, accomunate dall'elemento temporale dell'essere *successive* (ad esempio i c.d. *switch* da un fondo all'altro, appartenenti alla medesima «famiglia» menzionata in un medesimo prospetto) *rispetto ad una originaria operazione rispettosa della forma scritta*.<sup>113</sup> In modo opinabile

---

<sup>112</sup> DELFINI F., *Commercio elettronico e servizi d'investimento*, in I Contratti, n. 7, 2000, p.716 e ss.

<sup>113</sup> Vedi comunicazione Consob n. DIS/99051449, richiamata dalla successiva comunicazione Consob n. DI/99065403.

– ma evidentemente necessitato dalla impossibilità, contingente, ad implementare immediatamente il sistema di firma digitale – la Consob ha infatti affermato che «se la sottoscrizione del modulo risulta quindi al momento attuale una modalità insuperabile relativamente all’adesione alla sollecitazione avente ad oggetto la *prima* operazione, tale vincolo non sussiste invece per le operazioni c.d. *successive*, quali quelle concernenti il passaggio tra fondi ovvero quelle relative a sottoscrizioni successive afferenti ad un sistema di fondi previsto sin dalla conclusione dell’originario contratto, ovvero ancora per le operazioni di rimborso. Il superamento della forma scritta per tali ultime fattispecie è reso possibile dal fatto che la partecipazione ad uno o più fondi offerti per il tramite di uno stesso prospetto informativo costituisce un’operazione complessa di adesione in quanto il risparmiatore accede sin dall’inizio ad uno schema contrattuale nell’ambito del quale l’operazione avente ad oggetto un successivo versamento ovvero il passaggio tra fondi rappresenta l’esercizio di una facoltà originariamente prevista e, pertanto, non dà luogo alla conclusione di un nuovo contratto».<sup>114</sup>

Non già dunque riconoscimento della equipollenza, rispetto alla forma scritta, della prassi in questione (equipollenza che potrà predicarsi esclusivamente per i documenti informatici muniti di firma digitale *ex art. 5, co.1, D.P.R. n. 513/1997*), ma più radicale esclusione del requisito di forma per tale tipo di operazioni.<sup>115</sup>

### *1.15 La disciplina antiriciclaggio*

Strettamente connessa alla conclusione del contratto è la indicazione di concrete modalità operative idonee ad assicurare il corretto adempimento degli obblighi previsti dalla disciplina antiriciclaggio.<sup>116</sup> Questa prevede, tra gli altri,

---

<sup>114</sup> Vedi comunicazione Consob n. DIS/99051449, richiamata dalla successiva comunicazione Consob n. DI/99065403.

Vedi anche DELFINI F., *Commercio elettronico e servizi d’investimento*, in *I Contratti*, n. 7, 2000, p.719.

<sup>115</sup> Un legittimazione della conclusione «amorfa», cioè priva di firma digitale, di autonome negoziazioni di strumenti finanziari via Internet, si può poi trarre da una ricostruzione, che sembra consentita dall’art. 30, co.2, lett. c) regolamento Consob n. 11522/1998, dei contratti di prestazione di servizi di investimento regolati dall’art. 30 (cioè quelli non esclusi *ex art. 30, co.3: collocamento ed accessori*) come *contratti quadro*, seguiti da singoli e successivi ordini e istruzioni.

<sup>116</sup> Si intende con «disciplina antiriciclaggio» la normativa introdotta con la legge n. 197 del 1991, «recante provvedimenti urgenti per limitare l’uso del contante e dei titoli al portatore nelle transazioni e prevenire l’utilizzazione del sistema finanziario a scopo di riciclaggio» successive modificazioni e relativa disciplina di attuazione.

l'obbligo di identificazione di chiunque compia operazioni di trasmissione o movimentazione di mezzi di pagamento di qualsiasi tipo e a qualsiasi titolo, purché di importo superiore a lire venti milioni<sup>117</sup>, presso i soggetti indicati dalla legge.<sup>118</sup> L'identificazione deve avvenire «a cura del personale incaricato», ed il soggetto la cui identità viene accertata «deve indicare per iscritto, sotto la propria responsabilità, le complete generalità del soggetto per conto del quale eventualmente esegue l'operazione».<sup>119</sup> Nella normativa di attuazione<sup>120</sup> viene precisato che l'identificazione va effettuata «volta per volta» e che «i dati identificativi relativi all'accensione dei conti, depositi, o altri rapporti continuativi debbono essere acquistati *in presenza* del titolare del rapporto o del mandatario ove non siano già titolari di altri rapporti presso lo stesso intermediario». A tal proposito anche il comitato antiriciclaggio ha più volte ribadito nei suoi pareri la necessità che l'identificazione del cliente avvenga in modo diretto. Nel rispetto del principio sancito dalla legge n. 197/1991, pertanto il comitato antiriciclaggio ha chiarito che «in linea di principio l'identificazione del cliente, tenuto conto delle specifiche finalità antiriciclaggio ad essa ricollegabili, deve essere effettuata dall'intermediario *in presenza* dello stesso cliente». Ne deriva che, in base alle misure operative adottate e alle sanzioni applicabili, qualora l'intermediario non possa identificare il cliente secondo le modalità previste, a seconda delle circostanze, l'intermediario stesso non può costituire il rapporto o effettuare l'operazione.<sup>121</sup>

Stante l'obbligo di identificazione dei clienti posto dalla normativa antiriciclaggio e la possibilità per gli intermediari abilitati di prestare i servizi di investimento mediante l'ausilio di tecniche di promozione e collocamento a distanza di servizi di investimento e di strumenti finanziari che, in quanto tali, escludono la presenza fisica e simultanea del cliente e del soggetto offerente o

---

<sup>117</sup> Ora 10.000 €.

<sup>118</sup> Tra i quali si riportano: enti creditizi (lett. b); società di intermediazione mobiliare (lett. c); società commissionarie ammesse agli antirecinti alle grida delle borse valori (lett. d); agenti di cambio (lett. e); società autorizzate al collocamento a domicilio di valori mobiliari (lett. f); società di gestione di fondi comuni di investimento mobiliare (lett. g).

<sup>119</sup> Vedi art. 2 legge n. 197/1991.

<sup>120</sup> Vedi art. 4, co.1, del D.M. 19 dicembre 1991, contenente le modalità di attuazione del disposizioni di cui all'art. 2, legge 197/1991.

<sup>121</sup> Vedi ZITIELLO, *In cammino verso il trading tutto online*, in Trading online, aprile 2000, p. 45.

di un suo incaricato, si è posto un problema di coordinamento tra le discipline.<sup>122</sup>

#### *1.16 La Circolare dell'Ufficio Italiano Cambi n. 455 del 31 gennaio 2000*

La comunicazione 30396 postula: «all'apertura del rapporto l'intermediario deve identificare il cliente secondo quanto previsto dalla legge n. 197/1991 e dalla relativa disciplina di attuazione». L'obbligo di identificazione del cliente ha rappresentato uno dei principali ostacoli all'espansione del mezzo telematico, atteso che la procedura di identificazione presuppone un incontro "fisico e personale" con la controparte, ossia, l'esatto contrario della virtualizzazione insita nel mezzo di comunicazione a distanza. Il contrasto è stato parzialmente risolto grazie alla Circolare dell'Ufficio Italiano Cambi (UIC) n. 455 del 31 gennaio 2000<sup>123</sup>, che indica come modalità operativa il c.d. "metodo di identificazione indiretta", per cui il cliente viene individuato in base al rapporto bancario nominativo sul quale viene ordinato il bonifico e a un codice identificativo assegnatogli dall'intermediario (sub 1.), oppure una procedura alternativa, mediante la predisposizione e sottoscrizione da parte dell'intermediario di un apposito modulo (sub 2.).

La Circolare illustra nel dettaglio l'intera procedura:

«...si fornisce indicazione delle modalità di attestazione che appaiono fin d'ora idonee per consentire l'identificazione a distanza in relazione all'instaurazione di rapporti continuativi ovvero all'effettuazione di operazioni di importo superiore alla soglia di venti milioni di lire.

L'attestazione può essere resa, come più sopra detto, in via implicita attraverso la trasmissione di un bonifico dalla banca attestante all'intermediario che deve procedere a identificazione a distanza a condizione che:

a) il bonifico sia eseguito a valere su un rapporto nominativo per il quale il cliente è stato opportunamente identificato;

---

<sup>122</sup> Vedi *supra*; inoltre vedi ZITIELLO, *In cammino verso il trading tutto online*, in *Trading online*, aprile 2000, p. 45.

<sup>123</sup> Che è stata emanata tenendo conto degli sviluppi dei lavori preparatori per l'emanazione di una direttiva del consiglio e del parlamento dell'Unione europea recante modifiche alla direttiva antiriciclaggio n. 91/308. Cfr. ZITIELLO, *In cammino verso il trading tutto online*, in *Trading online*, aprile 2000, p. 44 e ss.

b) l'intermediario, che deve procedere a identificazione a distanza e che riceve dal cliente comunicazione dei dati identificativi, assegni al cliente stesso un codice identificativo che questi avrà cura di comunicare alla banca presso la quale è intrattenuto il rapporto che, a sua volta, lo dovrà riportare sul bonifico inviato all'intermediario;

c) tutte le successive operazioni siano domiciliate e cioè transitino sul conto originario d'appoggio per avere la certezza che queste siano effettuate sempre dalla stessa persona in modo tale da soddisfare l'obbligo d'identificazione previsto per ogni operazione a valere su di un medesimo rapporto.

In alternativa, l'idonea attestazione può essere effettuata mediante compilazione di un modulo, anche predisposto dall'intermediario che deve procedere all'identificazione, contenente i dati identificativi del cliente, ivi compresi gli estremi del documento impiegato per l'identificazione, debitamente timbrato e sottoscritto dall'intermediario attestante. Tale certificazione può essere prodotta su specifica richiesta dello stesso soggetto interessato. L'identificazione a distanza attraverso compilazione di modulo contenente i dati identificativi consente l'impiego di mezzi di pagamento diversi dal bonifico per l'apertura del rapporto o l'effettuazione di operazioni di valore superiore a venti milioni di lire.<sup>124</sup>

Resta, infine, fermo che per ogni deroga alle procedure prospettate o in ogni caso di anomalia riscontrato deve essere senza ritardo attivata la procedura di segnalazione di operazione sospetta ai sensi dell'art. 3 della Legge 197/1991».

Parte della dottrina ha sostenuto che in questo modo sia «caduto un ulteriore ostacolo al *trading on line*, non dovendo il *trader* spostarsi dalla propria *workstation* al fine di instaurare un rapporto con l'intermediario operante su *web*»<sup>125</sup>.

---

<sup>124</sup> La Circolare aggiunge: «Le procedure sopra descritte sono applicabili al mercato finanziario interno e, per quanto riguarda l'apertura di rapporti dall'estero, solo nei confronti di banche di Paesi GAFI o, comunque, dotate dei requisiti previsti dal D.M. 29/10/1993, paragrafo 4, e dalla Circolare U.I.C. 26/11/1993.»

<sup>125</sup> Vedi ZITIELLO, *In cammino verso il trading tutto online*, in *Trading online*, aprile 2000, p. 47.

Altra parte della dottrina<sup>126</sup> avverte invece, che tale soluzione, per quanto più favorevole di altre possibili<sup>127</sup> è comunque di ostacolo allo sviluppo del *trading on line*. Al momento, infatti, non sono da ritenere ammesse soluzioni basate sull'acquisizione di fotocopie di documenti di identità dell'investitore o procedure simili. Agli «alti costi diretti (...) e quelli indiretti (ossia per il sistema economico nel suo complesso»<sup>128</sup>, determinati dalla regolamentazione antiriciclaggio, si aggiungono così anche i costi derivanti dalle restrizioni al *trading on line*, almeno nell'ottica di quanti concedano che le politiche di regolazione (...) generano costi anche per privati "regolati"» soprattutto nella forma dei «costi opportunità».

#### *1.17 Il parere dell'Ufficio Italiano Cambi del 14 giugno 2001*

L'UIC, ha affrontato nel parere del 14 giugno del 2001, la problematica della firma digitale come nuova modalità utilizzabile per l'identificazione a distanza della clientela da parte degli intermediari: «la disciplina del documento informatico e della firma digitale, contenuta a seguito della recente modifica normativa nel D.P.R. 28 dicembre 2000, n. 445<sup>129</sup>, offre un'eventuale soluzione semplificata al descritto sistema di identificazione» della clientela.

Orbene, affinché gli intermediari finanziari possano avvalersi, per le operazioni eseguite in via telematica, della identificazione a suo tempo effettuata dal certificatore, nel rilascio della chiave pubblica, senza dover nuovamente procedere alla acquisizione dei dati personali del cliente, l'UIC, precisa alcune condizioni.

L'UIC rileva due aspetti propri della disciplina sulla firma digitale riguardo i certificatori:

---

<sup>126</sup> Vedi MARCHISIO E., *Il trading on line nella interpretazione della Consob*, in Diritto, banca e mercato finanziario, luglio-settembre 2001, p. 366.

<sup>127</sup> In quanto ammette, comunque, che l'investitore venga identificato presso un qualsiasi intermediario, benché poi concluda il contratto con un intermediario diverso, il quale si varrebbe dell'identificazione già avvenuta.

<sup>128</sup> Vedi CASSESE E., *Il controllo pubblico del riciclaggio finanziario*, Milano, 1999, p. 52, la quale svolge una interessante analisi in chiave di costi-benefici al cap. VI, significativamente intitolato «Per una valutazione del sistema di controllo del riciclaggio».

<sup>129</sup> Ricordiamo la recente modifica del d.p.r. 445/00 ad opera del decreto legislativo n. 10 del 23 gennaio 2002, che recepisce nel nostro ordinamento la direttiva n. 1999/93/Ce.

- questi possono non appartenere al settore degli intermediari finanziari e come tali, non sono destinatari degli obblighi antiriciclaggio;

- questi non sono tenuti, per il rilascio della firma digitale ad un'identificazione di carattere personale poiché non è richiesto il "contatto fisico" tra l'interessato ed il certificatore;<sup>130</sup> infatti, la procedura di identificazione, che dovrà essere riportata nel manuale operativo, è scelta dal certificatore.

Alla luce delle considerazioni svolte, quindi, può la firma digitale essere considerata strumento idoneo ad attestare l'avvenuta identificazione nelle operazioni a distanza? La risposta è positiva qualora sia assicurata la rispondenza della procedura di identificazione, e delle successive fasi di rinnovo, sospensione o revoca del certificato, ai principi generali in materia di antiriciclaggio.

« In sostanza, il certificatore deve:

- prevedere, nel manuale operativo, che il procedimento di identificazione avvenga alla presenza del cliente;<sup>131</sup>

- garantire la diffusione del provvedimento di revoca o di sospensione nonché verificare, nella fase di rinnovo del certificato, l'identità del cliente».

Poiché l'intermediario non si avvale seguendo questa procedura del "personale incaricato"<sup>132</sup>, ma di un «soggetto non incardinato nella propria struttura organizzativa», «potrà avvalersi della identificazione effettuata dal certificatore *solo*<sup>133</sup> previa stipula di un'apposita convenzione, tra intermediario e certificatore, in cui quest'ultimo si impegna ad effettuare l'identificazione in conformità degli obblighi previsti dalla disciplina antiriciclaggio».

Ricordiamo, infine, che «il ricorso allo strumento della firma digitale non esime l'intermediario finanziario dalla responsabilità per il caso di

---

<sup>130</sup> Vedi art. 22, co.2, del D.P.C.M. 8.2.1999 (la cui efficacia è stata confermata dal D.P.R. n. 445/2000 almeno sino alla sua sostituzione).

<sup>131</sup> Vedi parere UIC 31 maggio 2001; «e nel rispetto di tutti i requisiti prescritti in materia dall'art. 2 della legge n. 197/91 come specificati dal D.M. del 19/12/1991».

<sup>132</sup> *EX* art. 2 della legge n. 197/91. I criteri di applicazione delle disposizioni del D.M. 19/12/91 (emanati dal Ministro del tesoro e pubblicati sulla G.U. n. 131 del 5/6/1992) specificano che l'espressione "personale incaricato" ricomprende «i *soggetti legati all'intermediario da un rapporto di lavoro subordinato ovvero da un rapporto di collaborazione previsto dalla legge o da apposita convenzione nella quale siano specificati gli obblighi rivenienti dalla legge n. 197/91 e dal decreto di attuazione del 19 dicembre 1991*».

<sup>133</sup> Aggiunta dell'autore.

violazioni degli obblighi antiriciclaggio. L'intermediario, quale destinatario degli obblighi disposti dalla legge 197/91, dovrà quindi:

- accertare che il dispositivo di firma sia stato rilasciato da un soggetto certificatore dotato di una disciplina in materia di identificazione conforme alle disposizioni antiriciclaggio; nonché

- verificare, in sede di accensione del rapporto continuativo e nel momento dell'esecuzione dell'operazione, la validità della firma digitale».

### 1.18 Il quadro normativo di riferimento in materia di informazioni

Nella comunicazione 30396 troviamo un ampio e generalizzato rinvio che riguarda l'informativa da rendere ai, e, da acquisire dai, clienti: «*la modalità di prestazione on line del servizio non esonera gli intermediari dal rispetto delle regole vigenti in tema di informativa preventiva da rendere all'investitore*». Quali sono dunque, le “regole vigenti” a cui la comunicazione 30396 si riferisce?

Il primo comma dell'art. 75 del più volte citato regolamento n. 11522/1998, sottolinea che coloro i quali sono abilitati a effettuare la vendita a distanza “devono osservare le disposizioni del libro III” ossia il libro che detta il complesso di norme (artt. 25-70) volto a regolamentare la “prestazione dei servizi di investimento e del servizio di gestione collettiva”. Il richiamo, come abbiamo ricordato<sup>134</sup>, ha la funzione di sgombrare il campo da possibili fraintendimenti, in forza dei quali alla “vendita” a distanza, potrebbe venire attribuito un diverso (e minore) grado di rispetto degli obblighi posti a tutela della correttezza del rapporto<sup>135</sup> di investimento che si instaura tra cliente e intermediario.<sup>136</sup>

---

<sup>134</sup> Vedi *supra*.

<sup>135</sup> Parliamo di rapporto in genere per comprendervi anche la fase precontrattuale.

<sup>136</sup> Cfr. DI MAIO F., *L'informazione e la valutazione di adeguatezza nella promozione via internet*, in *Le Società* 2000, n. 3, p. 293. Più correttamente, dovrebbe dirsi «tanto più nel caso in cui la prestazione avvenga *on line* [ossia con una tecnica di comunicazione a distanza]. Come è noto, infatti, la specialità della disciplina dell'offerta al pubblico risparmio deriva dal «carattere standardizzato della proposta [di appello al risparmio] e della relativa accettazione», il quale «impedisce che l'accordo contrattuale scaturisca da un confronto individualizzato tra le parti; il rispetto del principio di buona fede nella conclusione del contratto non può essere affidato al riscontro e al contraddittorio dei contraenti, come presuppongono le norme codicistiche». Vedi COSTI R., *Il mercato mobiliare*, Torino, 2000, p. 49.

Discende da tale premessa che, nel caso di conclusione dell'accordo via Internet tanto meno potrà parlarsi di «confronto individualizzato tra le parti», e tanto più dovranno essere previsti meccanismi

Così dovranno essere:

- osservate le “regole generali di comportamento”;<sup>137</sup>
- prevenuti i “conflitti di interessi”;<sup>138</sup>
- scambiate le “informazioni tra gli intermediari e gli investitori”;<sup>139</sup>
- valutate le “operazioni non adeguate”;<sup>140</sup>
- rispettate le regole da seguire nella predisposizione e nella conclusione dei “contratti con gli investitori”.<sup>141</sup>

La negoziazione *on line* ha certamente cambiato le relazioni degli investitori con gli intermediari, accrescendo la disponibilità e la ricchezza delle informazioni<sup>142</sup>, sulla cui base vengono adottate decisioni in tempi rapidissimi. Ciò non ha tuttavia cambiato gli obblighi per gli intermediari di rispettare le regole di condotta, in particolare in materia di *best execution* degli ordini e di adeguatezza delle operazioni per l'investitore.<sup>143</sup> Dunque, le società che offrono servizi di investimento *on line* devono sottostare alla stessa disciplina degli intermediari tradizionali: gli investitori devono verificare l'autorizzazione e il rispetto della normativa da parte dei soggetti che operano *on line*.

Stabilisce il secondo comma dell'art. 75 del regolamento che «le informazioni e i chiarimenti dovuti agli investitori devono essere forniti, in modo chiaro e comprensibile, con modalità adeguate alle caratteristiche della tecnica di comunicazione a distanza impiegata».

Avviato il rapporto tra l'intermediario e l'investitore, inizia lo scambio informativo propedeutico alla stipulazione del contratto (scritto) di investimento. Questa fase preparatoria, ma imprescindibile, seppur regolata

---

tali da garantire «un grado di trasparenza che assicuri, comunque, il rispetto del principio di buona fede...». Vedi COSTI R., *Il mercato mobiliare*, Torino, 2000, p. 50.

<sup>137</sup> Art. 26 regolamento Consob n. 11522/1998.

<sup>138</sup> Art. 27 regolamento Consob n. 11522/1998.

<sup>139</sup> Art. 28 regolamento Consob n. 11522/1998.

<sup>140</sup> Art. 29 regolamento Consob n. 11522/1998.

<sup>141</sup> Art. 30 regolamento Consob n. 11522/1998. Cfr. DI MAIO F., *L'informazione e la valutazione di adeguatezza nella promozione via internet*, in *Le Società* 2000, n. 3, p. 293.

<sup>142</sup> Si pensi ad esempio a tutti i siti *web* e alle *newsletter* rinvenibili in rete, di informazione finanziaria.

<sup>143</sup> Vedi oltre.

dall'art. 28 del citato regolamento, trova il suo fondamento nell'art. 21, co.1, lett. b), del TUF il quale postula il principio che può essere «ben sintetizzato nella formulazione *know your customer*»<sup>144</sup>. «La finalità della norma è quella di imporre all'intermediario di assumere dal cliente le più complete e accurate informazioni afferenti alla sua situazione finanziaria, affinché possa valutare se l'operazione dal cliente proposta – o allo stesso suggerita – sia compatibile con le sue capacità economiche»<sup>145</sup> e il suo profilo di investimento.

Pertanto, le “*informazioni necessarie*” che gli intermediari abilitati devono acquisire dall'investitore sono inerenti:

- alla sua esperienza in materia di investimenti in strumenti finanziari;
- alla sua situazione finanziaria;
- ai suoi obiettivi di investimento;
- alla sua propensione al rischio.<sup>146</sup>

La comunicazione 30396 ribadisce gli aspetti contenutistici e metodologici ai quali deve uniformarsi l'informativa da rendere al cliente e da acquisire dallo stesso, con l'aggiunta, quanto mai opportuna, di alcuni chiarimenti riguardanti il *trading on line* dal punto di vista operativo.

### 1.19 L'informativa da rendere ai clienti

Nella comunicazione 30396 si legge: «E' ritenuto pienamente compatibile con la disciplina in essere l'opzione operativa di rendere disponibile tramite il sito Internet il documento sui rischi generali degli investimenti in strumenti finanziari, che deve essere consegnato all'investitore prima dell'inizio della prestazione dei servizi di investimento ed accessori a questi collegati»<sup>147</sup>.

---

<sup>144</sup> Cfr. Cass. 14 novembre 1997, n. 11279, in Foro Italiano, 1998, I, 3292 con nota redazionale e di CATALANO G., *L'utilità di una sentenza «anacronistica»: gli «swaps» in Corte di Cassazione*.

<sup>145</sup> Cfr. Cass. 14 novembre 1997, n. 11279, in Foro Italiano, 1998, I, 3292 con nota redazionale e di CATALANO G., *L'utilità di una sentenza «anacronistica»: gli «swaps» in Corte di Cassazione*.

<sup>146</sup> Cfr. comunicazione 30396. cfr. anche direttiva 93/22/CE.

<sup>147</sup> Secondo il disposto dell'art. 28, co.1, regolamento Consob n. 11522/1998. Cfr. anche comunicazione Consob n. DI/99065403/99.

In luogo della consegna di un testo cartaceo alla clientela è ammessa la possibilità di rendere disponibile in documento sui rischi generali degli investimenti in strumenti finanziari tramite sito Internet.<sup>148</sup> Prevede, infatti, la normativa vigente che sia possibile fornire tale documento all'investitore per mezzo di tecniche di comunicazione a distanza, «purché le caratteristiche di queste ultime siano con ciò compatibili e consentano al destinatario dei documenti di acquisirne la disponibilità su **supporto duraturo**»<sup>149</sup>, e la Consob rileva la «piena compatibilità dello strumento in questione con la puntuale informazione dell'investitore, e dall'altro, la possibilità di stampa»<sup>150</sup>.

In concreto è configurabile quale supporto duraturo, l'invio per posta elettronica, la documentazione trattenuta dall'intermediario circa l'invio all'indirizzo di posta elettronica dell'investitore<sup>151</sup>, la possibilità di stampa del file – memorizzabile su *floppy disk* o su *hard disk* – da parte di questi.<sup>152</sup>

In relazione all'utilizzo di Internet per fornire il documento sui rischi generali si pone, in realtà, un diverso problema, che è quello dell'obbligo di consegnare tale documento *prima* dell'inizio della prestazione dei servizi di investimento e dei servizi accessori a questi collegati.<sup>153</sup> Ai fini del rispetto di tale obbligo, la Consob interpreta la norma in senso funzionale, adottando il concetto di «pregiudizialità temporale»<sup>154</sup>, secondo il quale in tutti i casi in cui la legge impone obblighi di previa consegna di un documento, il sito *web* deve essere «*disegnato*» in maniera tale da impedire l'accesso al modulo di sottoscrizione senza aver precedentemente «*aperto*» le pagine che contengono il testo di cui si tratta – nel caso di specie: quello sui rischi generali.<sup>155</sup> La comunicazione 30396 evidenzia la necessità che l'intermediario si doti di

---

<sup>148</sup> Cfr. comunicazione Consob n. DI/99065403/99.

<sup>149</sup> Art. 75, co.3, regolamento Consob n. 11522/1998.

<sup>150</sup> Cfr. comunicazione Consob n. DI/99065403/99.

<sup>151</sup> Cfr. art. 12, D.P.R. n. 513/1997.

<sup>152</sup> Cfr. DELFINI F., *Commercio elettronico e servizi d'investimento*, in I Contratti, n. 7, 2000, p.719. Vedi anche il considerando n. 20 della direttiva 2002/65 concernente la commercializzazione a distanza di servizi finanziari ai consumatori e che modifica le direttive 90/619/CEE, 97/7/CE e 98/27/CE, dove si comprendono nei «supporti durevoli» anche in particolare i CD-ROM, i DVD.

<sup>153</sup> Art. 28, co.1, lett b), regolamento Consob n. 11522/1998.

<sup>154</sup> Cfr. comunicazione Consob n. DI/99065403/99.

<sup>155</sup> Cfr. MARCHISIO E., *Il trading on line nella interpretazione della Consob*, in Diritto, banca e mercato finanziario, luglio-settembre 2001, p. 367-368.

*procedure*<sup>156</sup> tecniche e operative tali da consentirgli l'acquisizione e la conservazione di *idonea attestazione di avvenuta "consegna"*<sup>157</sup> *del documento*.<sup>158</sup> Poiché non sembra che tale attestazione debba avere il requisito della forma scritta, ritenendosi sufficiente la registrazione telematica – sempre che sia assistita da un meccanismo di agevole reperimento che consenta la dimostrazione dell'avvenuto assolvimento dell'obbligo – gli operatori potrebbero soddisfare il requisito, mediante l'attivazione di procedure di blocco che impediscano la prosecuzione dell'operatività in assenza di un passaggio obbligato del cliente dalla pagina – e del relativo *scaricamento* – del testo informativo.

#### 1.20 L'informativa ai clienti – il tema dell'«induzione alla transazione»

La Consob aggiunge: «...si raccomanda di far presente agli investitori, prima dell'avvio della prestazione del servizio, che la modalità di esecuzione on line (significativamente denominata "trading") può indurre il risparmiatore a moltiplicare le transazioni operando in una prospettiva intraday; di tale strategia vanno segnalati ed illustrati compiutamente i rischi, anche in considerazione del costo complessivo in termini di commissioni (pur eventualmente di ammontare unitariamente minore)»<sup>159</sup>.

La Consob ha inteso in questo caso stigmatizzare, da un lato e prevenire dall'altro, quel "*rischio sostanziale*" sotteso alla modalità operativa di natura telematica, il rischio, cioè, che la celerità del sistema comunicativo, unitamente al suo forte potere fascinatorio e di coinvolgimento, possano provocare un abbassamento del livello di attenzione del cliente rispetto al proprio naturale profilo di rischio, alterandone sensibilmente lo stile di investimento. Da qui la raccomandazione alla predisposizione di un'informativa che faccia ben presente agli investitori il rischio di un

---

<sup>156</sup> Vedi oltre.

<sup>157</sup> Il termine *consegna* virgolettato, conferma che questa può avvenire sia materialmente che virtualmente. Cfr. CATALANO G., *lezioni di diritto degli intermediari finanziari*, in [www.unitn.it](http://www.unitn.it), 2001.

<sup>158</sup> Vedi comunicazione Consob 30396.

<sup>159</sup> Per completezza, la Consob "contestualizza" la raccomandazione ivi riportata: «in un contesto che richiede agli intermediari di operare in modo che i clienti "siano sempre adeguatamente informati" (art. 21, comma 1, lett. b), del d.lgs. n. 58/1998), e considerato il dovere generale di comportarsi con "correttezza e trasparenza, nell'interesse dei clienti" (art. 21, comma 1, lett. a), del d.lgs. n. 58/1998)...», vedi comunicazione 30396.

incremento sconsiderato dell'operatività, fosse anche solo in termini di costo delle commissioni.<sup>160</sup>

### *1.21 Adempimenti degli obblighi di comunicazione per mezzo di procedure standardizzate*

Nella comunicazione Consob n. DI/99091709/99, la Consob ha affrontato e risolto il problema relativo alla possibilità di soddisfare gli obblighi di informazione previsti dalla normativa vigente<sup>161</sup> mediante procedure standardizzate presenti nel sito. Si noti, incidentalmente, che la possibilità di avvalersi di procedure standardizzate nell'esecuzione del contratto costituisce l'elemento in un certo senso caratterizzante dell'esecuzione del contratto via Internet, e senz'altro determina la produzione di margini di valore aggiunto inimmaginabili nelle forme "tradizionali" di esecuzione del contratto.<sup>162</sup>

La questione logicamente pregiudiziale riguarda la necessità dell'intervento di promotori finanziari nella prestazione di tali informative: in tanto può dirsi possibile adempiere ai suddetti obblighi mediante procedure standardizzate, in quanto non sia necessario l'intervento di un promotore.

Ricordando la disciplina dell'art. 76 del regolamento Consob n. 11522/1998, la Consob esclude l'obbligo per gli intermediari di avvalersi di promotori finanziari per la prestazione delle informative in oggetto, in quanto già esclusa in una precedente comunicazione ove il sito «è stato qualificato

---

<sup>160</sup> Negli Stati Uniti, la SEC ha approvato il 10 luglio 2000 nuove *rules* proposte dal NASD (National Association of Securities Dealers) che richiedono all'intermediario di valutare l'adeguatezza per il profilo di ciascun nuovo cliente della proposta strategia di *day trading* e che impongono di consegnare all'investitore un *risk disclosure statement*, circa i rischi connessi ad una strategia infragiornaliera di investimento, fra i quali è da annoverare anche il fatto che «day trading will generate substantial commissions, even if the per trade cost is low». Sulle nuove *rules*, vedi NASD *Notice to members*, settembre 2000, p. 465-470. Su tali profili vedi anche SEC, *Report of examination of day trading broker-dealers*, 25 febbraio 2000, disponibile sul sito [www.sec.gov](http://www.sec.gov).

Cfr. AGOSTINI P. L. E LO PRESTI B., in *Trading on line: le regole Consob*, in AAVV, *On line banking – Soluzioni tecnologiche multicanale*, McGraw-Hill, 2001, p. 82-83.

<sup>161</sup> L'argomentazione che segue è applicabile, *mutatis mutandis*, sia alle informazioni che l'intermediario deve fornire circa la natura, i rischi e le implicazioni di una data operazione, sia a quelle circa la natura del servizio di gestione prestato dall'intermediario nel suo insieme, nonché in relazione agli obblighi di informativa sull'adeguatezza delle operazioni richieste da cliente in relazione al profilo di quest'ultimo.

<sup>162</sup> Cfr., ad esempio, CHISSICK M. E KELMAN A., *Electronic commerce*, London, 1999, p. 1 e ss.

come tecnica di comunicazione a distanza, che per le sue caratteristiche tecniche, non richiede l'utilizzo del promotore»<sup>163</sup>.

L'informativa che si è fin qui considerata è quella «iniziale»: essa prescinde dall'individualità dell'investitore e, come si è visto, è compatibile con modalità standardizzate di diffusione. Per ciò che riguarda l'utilizzo di procedure standardizzate in relazione agli obblighi «continuativi» di informativa – sulla natura delle singole operazioni e sulla loro adeguatezza si rinvia alle parti dedicate ai singoli argomenti.<sup>164</sup>

### 1.22 L'informativa da acquisire dai clienti

Le considerazioni svolte *supra* in materia di previa informativa ai clienti valgono anche in materia di acquisto, da parte degli intermediari, delle «informazioni necessarie dai clienti»<sup>165</sup>, “necessarie” a valutare il profilo di questi ultimi e ad adempiere all'obbligo di agire nel loro interesse.<sup>166</sup> In particolare, la disciplina prevede che gli intermediari «*devono chiedere all'investitore notizie circa la sua esperienza in materia di investimenti in strumenti finanziari, la sua situazione finanziaria, i suoi obiettivi di investimento, nonché circa la sua propensione al rischio*»<sup>167</sup>. Le modalità concrete di adempimento di tale obbligo, sono rimesse alla prudenza dei singoli intermediari, non imponendo la normativa vigente specifiche procedure o modalità di acquisizione delle informazioni in oggetto<sup>168</sup>; per cui deve dirsi senz'altro ammesso l'utilizzo di tecniche *on line* di acquisto di informazioni del cliente.

---

<sup>163</sup> Comunicazione n. DI/99091709/99, riportate le conclusioni cui la Commissione era pervenuta con la comunicazione n. 99052838/99.

<sup>164</sup> Vedi oltre.

<sup>165</sup> Art. 21, co.1, lett b), TUF.

<sup>166</sup> Il Tribunale di Milano ha affermato in relazione all'abrogato art. 6 della legge 1/91 avente la medesima ratio dell'art. 21 del TUF che «attraverso l'obbligo di acquisire informazioni sulla situazione finanziaria dei clienti, non si vuole tutelare solamente l'interesse dell'impresa intermediatrice, ma anche i clienti e il mercato in generale, imponendo, sia pure indirettamente, uno specifico obbligo di correttezza in forza del quale i clienti non devono essere esposti a rischi sproporzionati, non solo alle loro possibilità, ma anche alle loro esigenze finanziarie, rischi che poi finiscono per ricadere sul mercato globalmente inteso». Vedi Trib. Milano 20 febbraio 1997, n.1888.

<sup>167</sup> Vedi comunicazione 30396 e art. 28, co.1, lett. a), regolamento Consob n. 11522/1998.

<sup>168</sup> Comunicazione n. DI/99065403/99, nella quale si sottolinea come sia comunque ferma, «la rispondenza delle procedure ai criteri di cui all'art. 21, co.1, lett. d), TUF e all'art. 56, co.2, del regolamento Consob n. 11522/1998».

Si noti, incidentalmente, che il regolamento Consob n. 11522/1998 prevede<sup>169</sup> che l'eventuale rifiuto del cliente di fornire le notizie richieste deve «risultare dal contratto (...), ovvero da apposita dichiarazione sottoscritta dall'investitore», non ammettendo forme alternative di espressione del rifiuto. Al fine di garantire effettività alla funzione di garanzia insita nell'obbligo di valersi della forma scritta, la Commissione raccomanda gli intermediari di «*non sollecitare in alcun modo il rifiuto dell'investitore di fornire le informazioni richieste; il principio, di rilievo generale, assume particolare importanza nel caso del trading on line, in considerazione delle aggressive strategie operative intraday che lo stesso può sottendere*»<sup>170</sup>.

L'argomento estremamente delicato, non poteva che essere trattato dalla Consob con la massima prudenza. La possibilità, prevista per l'intermediario, di poter procedere nell'esecuzione degli ordini, anche in presenza del rifiuto dell'investitore di fornire le informazioni richieste, è di per sé una situazione che deve ritenersi del tutto eccezionale, in quanto derogatoria del principio generale, di derivazione comunitaria,<sup>171</sup> che obbliga l'intermediario appunto a essere informato sulle caratteristiche dell'investitore. Uno degli Autori più attenti al fenomeno parla senza mezzi termini di illegittimità della norma<sup>172</sup> «che non consente al giudice nazionale di tenerne

---

<sup>169</sup> Art. 28, co.1, lett. a), regolamento Consob n. 11522/1998.

<sup>170</sup> Vedi comunicazione Consob 30396. In senso contrario vedi DI MAIO F., *L'informazione e la valutazione di adeguatezza nella promozione via internet*, in *Le Società* 2000 n 3, p. 295. L'autore fa emergere una contraddizione: da una parte la Cassazione ha stabilito che la libertà di forma delle informazioni «è coerente con la *ratio* e la lettera della disposizione» (vedi Cass. 14 novembre 1997, n. 11279, in *Foro Italiano*, 1998, I, 3292) dall'altra la Consob, nell'eliminare l'obbligo della forma scritta, ha riformulato, ma alla rovescia la medesima richiesta di forma (ritenuta illegittima dalla Cassazione) dove ha disposto che «l'eventuale rifiuto di fornire le notizie richieste deve risultare dal contratto [scritto] ovvero da apposita dichiarazione sottoscritta dall'investitore». Vedi seconda parte della lett. a) dell'art. 28, co.1, regolamento Consob n. 11522/1998. Formalmente l'Autorità di vigilanza ha rispettato il principio di diritto della Corte di cassazione espungendo dal regolamento (n. 5387/1991) la norma dichiarata illegittima, ma sostanzialmente lo ha ignorato, con l'imporre la prova scritta del rifiuto del cliente di fornire le informazioni necessarie.

<sup>171</sup> In ambito comunitario l'art. 11 della direttiva 93/22/CE, «di cui il TUF è la ri-attuazione», ha imposto agli Stati Membri di elaborare «norme di comportamento», che nel rispettare i principi imposti dalla direttiva, devono tenere conto «della natura professionale della persona a cui è fornito il servizio». Uno di questi principi obbliga (il testo in lingua inglese dice «*shall ensure*») l'impresa d'investimento a «informarsi sulla situazione finanziaria dei suoi clienti, sulla loro esperienza in materia di investimenti e sui loro obiettivi per quanto concerne i servizi richiesti», (il testo in lingua inglese dice «*financial situations*», «*investment experience*», «*objectives*»).

<sup>172</sup> La cogenza del dettato della direttiva impedisce di annettere qualsiasi efficacia al «rifiuto di fornire le indicazioni» fornito dall'investitore-cliente. E questo tanto che risulti «dal contratto» ovvero «da apposita dichiarazione sottoscritta dall'investitore». «Il richiamo [nella comunicazione 30396] evidenzia la temibile inutilità della norma dell'art. 28, co.1, lett. a), regolamento Consob n. 11522/1998, al punto da obbligare la Commissione a "raccomandare" agli intermediari di "non sollecitare in alcun modo il rifiuto dell'investitore di fornire le informazioni richieste».

conto ove eccipita dall'intermediario nel giudizio di risarcimento del danno promosso dall'investitore-cliente»<sup>173</sup>. Con questa premessa la Consob non poteva acconsentire, proprio nel *trading on line*, che si presta a comportamenti più disinvolti da parte dell'utente, a prendere in considerazione forme alternative di espressione di tale rifiuto che fossero di minor rigore rispetto a quelle previste dall'art. 28 (la forma scritta o, per estensione la sottoscrizione mediante firma digitale).

### 1.23 L'efficienza del sistema

Un importante nucleo dispositivo della comunicazione 30396 è riferito alla fase tecnica di esecuzione dei servizi di investimento, con particolare riferimento alla negoziazione per conto terzi e al servizio di ricezione e trasmissione ordini: «*gli intermediari che prestano servizi di trading on line devono dotarsi di sistemi informativi interni adeguati a garantire, tenuto conto dei volumi delle transazioni disposte, il rispetto dell'obbligo di eseguire con tempestività gli ordini impartiti dagli investitori*<sup>174</sup>».

Un primo riferimento riguarda i sistemi informativi "interni" e non introduce alcunché di innovativo.<sup>175</sup> Ancora una volta si può evidenziare la discrezionalità lasciata all'intermediario circa le modalità da seguire per garantire la *tempestività*<sup>176</sup> nell'esecuzione degli ordini, quale "prestazione-obiettivo". Si tratta di una prestazione di livello assoluto, il cui raggiungimento, nel caso specifico, richiede una maggiore attenzione in sede revisionale, in quanto il sistema dovrà opportunamente e per tempo essere dimensionato per poter far fronte a volumi di transazioni non facilmente stimabili, in un mercato

---

La contraddizione sta proprio nel fatto che da una parte il legislatore italiano (come Stato membro) che impone l'obbligo all'intermediario di essere informato sul *profile* del cliente e dall'altra parte, il legislatore delegato, consente «l'eventuale rifiuto di fornire le notizie richieste» con una tale efficacia derogatrice da dovere «risultare dal contratto di cui all'art. 30, ovvero da apposita dichiarazione sottoscritta dall'investitore». Cfr. DI MAIO F., *Nuove precisazioni Consob sul trading on line*, in *Le Società*, giugno 2000, p.755-756.

<sup>173</sup> Cfr. DI MAIO F., *Nuove precisazioni Consob sul trading on line*, in *Le Società*, giugno 2000, p.755.

<sup>174</sup> Vedi art. 26, comma 1, lett. d), del regolamento n. 11522/1998

<sup>175</sup> Stante il richiamo all'art. 26 del regolamento Consob n. 11522/1998.

<sup>176</sup> Cfr. CATALANO G., *lezioni di diritto degli intermediari finanziari*, in [www.unitn.it](http://www.unitn.it), 2001, che considera la *tempestività* un pleonasma perché è la stessa concorrenza a richiedere all'intermediario di essere *tempestivo*.

potenzialmente molto vasto e che potrebbe richiedere di far fronte a picchi improvvisi di richieste di operatività, verso le quali la qualità della prestazione non deve minimamente venir meno. Il problema riguarda la tutela delle aspettative dell'investitore, nel momento in cui questi imposti il proprio piano speculativo anche in funzione della rapidità di accesso al sistema e dei tempi di risposta dello stesso. La Consob perciò prende in considerazione la parte del sistema che deve garantire il supporto alle comunicazioni dell'utente e suggerisce la *partnership* con ISP<sup>177</sup>: «Considerata la necessità di "disporre di risorse e procedure ... idonee ad assicurare l'efficiente svolgimento dei servizi" <sup>178</sup>, può risultare opportuno concludere accordi con Internet provider e con altri soggetti coinvolti nel processo, idonei a garantire la funzionalità efficiente del servizio prestato. In ogni caso è necessario che l'intermediario predisponga adeguate procedure e risorse per far fronte ad eventuali "cadute" (anche temporanee) del sistema automatizzato, dotandosi di strumenti alternativi, efficienti e strutturati, che consentano alla clientela di proseguire l'operatività. Si rammenta che le modalità e le caratteristiche di tali strumenti alternativi di ricezione degli ordini devono essere indicate già nel testo contrattuale<sup>179</sup>. Questo suggerimento ha innanzitutto valenza autorizzativa e suona anche come un invito a non sottovalutare l'impegno tecnologico che la modalità *on line* necessariamente richiede.<sup>180</sup> Importanza rilevante assumono quindi, gli accordi sottoscritti tra intermediario e *partner tecnologico*. Posto che deve essere garantita una prestazione di qualità per l'utente, il quale, in caso di pregiudizio, "attaccherà" il soggetto con cui ha instaurato il proprio rapporto contrattuale. Diventa interesse di tutte le parti delimitare e descrivere accuratamente il contenuto delle controprestazioni, per evitare fraintendimenti. Questo richiederà un certo grado di coordinamento tra le varie competenze coinvolte – sia tecniche che giuridiche. Il rischio è che si crei una sorta di labirintica possibilità di scaricamento delle responsabilità, per cui le descrizioni delle prestazioni

---

<sup>177</sup> L'ISP, o *Internet Service Provider*; lo ricordiamo, è una società che presta a soggetti terzi servizi di accesso ad Internet. Gli utenti di tali servizi semplicemente utilizzano il proprio modem per connettersi all'ISP, che a sua volta li collega alla rete. Cfr. [http://www.ispa.org.uk/html/body\\_faqs.htm#// What is an ISP?](http://www.ispa.org.uk/html/body_faqs.htm#//What%20is%20an%20ISP?)

<sup>178</sup> Vedi art. 21, comma 1, lett. d), del TUF.

<sup>179</sup> Vedi art. 30, comma 2, lett. c), del regolamento n. 11522/1998.

<sup>180</sup> A questo proposito merita di essere segnalata l'iniziativa della banca Sella la quale a partire dal 3 aprile e fino al 31 maggio 2001, per gli ordini impartiti tramite il software Trading Plus, ha proposto una campagna pubblicitaria che esclude il pagamento delle commissioni di negoziazione da parte dei clienti sugli ordini che siano stati inviati al mercato in più di 5 secondi, prevedendo il pagamento delle commissioni (alle tariffe già in vigore) solo sugli ordini inviati al mercato entro tale limite. Vedi [www.sella.it](http://www.sella.it)

richieste/fornite devono essere chiare, dettagliate, e non ambigue. Sarebbe opportuno consultare preventivamente anche i responsabili delle rispettive compagnie di assicurazione, perché queste ultime giocheranno un ruolo chiave nel contenzioso che eventualmente dovesse insorgere. Controversie di tal fatta, per l'alea del risultato e per la complessità che la gestione del contenzioso richiede, «possono costituire una variabile di non poco conto nella vita aziendale».<sup>181</sup>

La Commissione suggerisce inoltre la predisposizione di strumenti alternativi al fine di venire incontro proprio alla possibilità di blocchi del sistema. Queste modalità alternative di invio/ricezione ordini, devono essere menzionate nel contratto. Nell'ipotesi che venga adottato un sistema di *call center*<sup>182</sup>, o comunque basato su comunicazione telefonica, questo deve essere configurato in modo tale da far fronte, sempre tempestivamente, al riversamento su di esso di tutti coloro che non lo utilizzavano in via ordinaria, il che comporta le ovvie considerazioni circa la necessità di poter disporre, in tempi brevissimi, non solo degli strumenti tecnologici ma anche del personale necessario.

Un ultimo richiamo: «Ogni cura deve essere, altresì, realizzata affinché il sistema automatizzato in uso garantisca la massima riservatezza delle informazioni in transito sulla "rete"». La Commissione richiede uno standard ottimale: "ogni cura" è un'indicazione che richiede un impegno maggiore della normale diligenza e la riservatezza deve essere "massima"<sup>183</sup>. Impegno non

---

<sup>181</sup> Cfr. AGOSTINI P. L. E LO PRESTI B., in *Trading on line: le regole Consob*, in AAVV, *On line banking – Soluzioni tecnologiche multicanale*, McGraw-Hill, 2001, p. 84-85. Gli Autori ribadiscono che tali controversie divengono particolarmente complesse e aleatorie proprio quando gli accordi ad esse sottostanti non brillano per chiarezza e determinazione.

<sup>182</sup> Vedi comunicazione Consob n. DIN/88014 del 24 novembre 2000.

<sup>183</sup> «Un termine oltremodo indefinito e indefinibile non solo nella connotazione tecnologica, ma anche rispetto alla determinazione della tecnologia dei soggetti aggressori della riservatezza; pare quindi che l'onere posto a carico dell'intermediario, se preso alla lettera, risulti eccessivo e difficilissima la prova del suo adempimento, se non impossibile. In questo caso sarebbe stato sicuramente più opportuno un riferimento determinato a precisi standard tecnologici di sicurezza delle linee e modalità di trasmissione». Vedi AGOSTINI P. L. E LO PRESTI B., in *Trading on line: le regole Consob*, in AAVV, *On line banking – Soluzioni tecnologiche multicanale*, McGraw-Hill, 2001, p. 86.

Cfr. *amplius* IPERTI F., *E se qualcosa va storto?*, in *Trading online*, Bloomberg Investimenti, febbraio 2000, p. 108 e ss. «Il titolare del trattamento dei dati personali, nonché gli eventuali soggetti designati come responsabili, devono adottare tutte le misure organizzative, fisiche e logiche, tali da assicurare la riservatezza e la sicurezza dei dati e in modo da ridurre al minimo i rischi di distruzione o perdita anche accidentale dei dati, di accesso non autorizzato o di trattamento non consentito. Le misure minime di sicurezza da adottare in via preventiva sono state specificate dal D.P.R. 318 del 28 luglio 1999 che ha distinto l'ipotesi del trattamento dei dati personali effettuato con elaboratori in rete dall'ipotesi in cui è assente una rete, prevedendo ulteriori accorgimenti nel caso di dati sensibili». In breve possiamo dire

indifferente per intermediario e provider, se si tiene conto che il riferimento non riguarda solo la sicurezza del server di memorizzazione, ma specificatamente la fase del transito della “rete”<sup>184</sup>.

#### *1.24 Informazioni sulla natura e rischi delle operazioni e sulle perdite rilevanti*

L’obbligo dell’intermediario di fornire informazioni al cliente, come è noto, non si esaurisce nell’adempimento dell’informativa precontrattuale esaminata *supra*, ma al contrario prosegue per l’intero rapporto. L’art. 28, co.2, del regolamento n. 11522/1998, impone all’intermediario di fornire

---

che nel caso di elaboratori non accessibili da altri elaboratori o terminali devono essere adottate, anteriormente all’inizio del trattamento le misure seguenti: prevedere una parola chiave per l’accesso ai dati e individuare per iscritto i soggetti preposti alla loro custodia. Se sono elaboratori in rete oltre a quanto detto in caso di assenza di rete, a ciascun utente o incaricato del trattamento deve essere attribuito un codice identificativo personale per l’utilizzazione dell’elaboratore, e, sempre il codice identificativo personale, deve poter essere gestito in modo da disattivarlo in caso di perdita della qualità che consentiva l’accesso all’elaboratore; gli elaboratori devono essere protetti dal rischio di intrusione di virus, con efficaci e aggiornati programmi antivirus.

Qualora venga effettuato un trattamento dei dati personali sensibili (vedi art. 22 legge 675/1996), è necessario espressamente autorizzare gli incaricati del trattamento o della manutenzione e l’autorizzazione all’accesso deve essere limitata ai soli dati la cui conoscenza è necessaria e sufficiente per lo svolgimento delle operazioni di trattamento e manutenzione. Deve inoltre essere predisposto e aggiornato un documento programmatico sulla sicurezza dei dati per definire, sulla base dell’analisi dei rischi, della distribuzione dei compiti e delle responsabilità nell’ambito delle strutture preposte al trattamento dei dati stessi: i criteri per la protezione dei dati; i criteri e le procedure per assicurare l’integrità degli stessi; i criteri e le procedure per la sicurezza delle trasmissioni dei dati, ivi compresi quelli per le restrizioni di accesso per via telematica; nonché un piano di formazione per rendere edotti gli incaricati del trattamento dei rischi individuati e dei modi per prevenire danni.

La mancata osservanza delle misure sulla sicurezza dei dati costituisce trattamento illecito sanzionato sia dal punto di vista civile sia da quello penale. L’art. 18 della legge 675/1996 prevede che chiunque cagiona danno ad altri per effetto del trattamento di dati personali è tenuto al risarcimento ai sensi dell’art. 2050 c.c. in base al quale chiunque cagioni danno ad altri nello svolgimento di un’attività pericolosa (...) è tenuto al risarcimento del danno, se non prova di aver adottato tutte le misure idonee ad evitare il danno (*responsabilità presunta*). La conseguenza di tale previsione è l’equiparazione dell’esercizio di attività di trattamento dei dati personali all’esercizio di attività pericolose per le quali l’art. 2050 c.c. prevede un alleggerimento significativo dell’onere della prova a carico del danneggiato rispetto alla regola generale dell’art. 2043 c.c. Onere del danneggiato sarà, infatti, solo quello di provare il rapporto di causalità tra fatto e danno (e non anche il dolo o la colpa dell’autore del fatto illecito), mentre incomberà all’intermediario l’onere (ben più impegnativo) di provare di aver adottato tutte le misure di sicurezza ragionevoli e tecnicamente idonee a prevenire il danno, non essendo sufficiente dimostrare di non aver violato norme di legge o di prudenza o di perizia. La prova di aver osservato le prescrizioni “minime”, è necessaria ad escludere la responsabilità penale *ex art. 36 legge 675/1996*. (cfr. TOSI E., *Le responsabilità civili*, in TOSI E., *I problemi giuridici di Internet*, Giuffrè, Milano, 1999, p. 282.

<sup>184</sup> Al riguardo non è chiaro quali siano i confini fisici da prendere in considerazione. Cfr. AGOSTINI P. L. E LO PRESTI B., in *Trading on line: le regole Consob*, in AAVV, *On line banking – Soluzioni tecnologiche multicanale*, McGraw-Hill, 2001, p. 86.

all'investitore informazioni adeguate sulla natura, sui rischi e sulle implicazioni delle operazioni la cui conoscenza sia necessaria per effettuare consapevoli scelte di investimento. Rammenta infatti la comunicazione 30396: «*gli intermediari sono tenuti all'osservanza di quanto disposto dall'art. 28, comma 2, del regolamento n. 11522/1998, ... Tale obbligo è di carattere continuativo e non si esaurisce in occasione della prima operazione. Le informazioni da fornire al cliente possono essere rese secondo modalità standardizzate mediante un sito Internet*». Rispetto al contenuto del regolamento che rimane come al solito immutato anche per l'operatore *on line*, a quest'ultimo viene concessa la facoltà (peraltro confermata<sup>185</sup>) di adempiere agli specifici obblighi di informativa, rendendola disponibile sul sito Internet. Ciò è possibile «perché tale obbligo [quello di informativa necessaria a rendere l'investitore consapevole delle proprie scelte di investimento] non impone all'intermediario una valutazione congiunta degli elementi oggettivi, relativi all'operazione o al servizio, e di quelli soggettivi, relativi all'investitore. L'informazione che deve essere data al cliente ai sensi dell'art. 28, co.2, è infatti di tipo strettamente oggettivo, attiene cioè all'operazione in sé»<sup>186</sup>.

Sarà necessario predisporre inoltre dei “percorsi forzati” in modo che l'investitore non possa agevolmente *by-passare* l'informativa nel corso dello svolgimento della procedura di interazione col sistema, anche una volta eseguita la prima operazione.<sup>187</sup>

La comunicazione 30396 prosegue: «L'intermediario è altresì tenuto al rispetto di quanto previsto dall'art. 28, comma 3, del regolamento n. 11522/1998, ai sensi del quale "gli intermediari autorizzati informano prontamente e per iscritto l'investitore appena le operazioni in strumenti derivati e in warrant ... disposte per finalità diverse da quelle di copertura abbiano generato una perdita, effettiva o potenziale, pari o superiore al 50% del valore dei mezzi costituiti a titolo di provvista e garanzia per l'esecuzione delle operazioni". Ferma restando la necessità di adempiere al citato obbligo in forma scritta, si segnala l'opportunità che la comunicazione sia anticipata via Internet». La Consob non rileva alcuna possibilità alternativa a un invio dell'informazione in forma scritta<sup>188</sup>, ma anzi coglie l'opportunità derivante dal

---

<sup>185</sup> Vedi comunicazione Consob n. DI/99091709/99.

<sup>186</sup> Vedi comunicazione Consob n. DI/99091709/99.

<sup>187</sup> Cfr. AGOSTINI P. L. E LO PRESTI B., in *Trading on line: le regole Consob*, in AAVV, *On line banking – Soluzioni tecnologiche multicanale*, McGraw-Hill, 2001, p. 86.

<sup>188</sup> Vedi *supra*.

fatto che l'operatore sia raggiungibile tramite Internet, per consigliare l'utilizzo di questo strumento come modalità rafforzativa della comunicazione tra le parti.

L'obbligo *ex art. 28, co. 3*, fa da *pendant* all'art. 30 del regolamento n. 11522/1998, che dispone, con riferimento ai rapporti di negoziazione e di ricezione e trasmissione di ordini di strumenti finanziari, l'obbligo per gli intermediari di indicare nel contratto medesimo le modalità di costituzione e ricostituzione della provvista o garanzia delle operazioni disposte, specificando separatamente i mezzi costituiti per l'esecuzione delle operazioni aventi a oggetto strumenti finanziari derivati e warrant. Questi mezzi, indicati nel contratto, rappresentano infatti, una sorta di «capitale di rischio», ossia l'indicazione del limite massimo di risorse che l'investitore, appunto, è disposto a rischiare in questo tipo di operatività particolarmente speculativa. L'art. 28 prevede che a tale misura devono essere riferite le perdite che l'intermediario deve comunicare tempestivamente all'investitore nel corso dell'esecuzione del rapporto.<sup>189</sup>

### 1.25 Adeguatezza

L'intermediario è tenuto a valutare l'adeguatezza delle operazioni richieste (elemento oggettivo) rispetto al profilo dell'investitore (elemento soggettivo)<sup>190</sup>, in base alle informazioni che quest'ultimo è tenuto a fornire nella fase precontrattuale<sup>191</sup> e ciò anche quando il servizio sia prestato *on line*.<sup>192</sup> In particolare l'intermediario è tenuto a predisporre «*procedure predefinite*,

---

<sup>189</sup> «Nel caso l'investitore decida di operare su strumenti finanziari derivati e/o warrant in un momento successivo, il contratto dovrà essere integrato con l'indicazione di tale ammontare». Vedi ZITIELLO, *Comunicare le perdite al cliente*, in Trading online, Bloomberg Investimenti, marzo 2001, p. 29.

<sup>190</sup> Art. 29 regolamento Consob n. 11522/1998.

<sup>191</sup> Vedi *supra*.

<sup>192</sup> Cfr. comunicazione Consob n. DI/98063298 del 30 luglio 1998 e la comunicazione n. DI/99091709. «Questo significa come già accennato, che l'intermediario che si avvale di Internet è e resta a tutti gli effetti un soggetto attivo del mercato mobiliare, soggetto sul quale incombono le stesse precise responsabilità che caratterizzano la posizione dell'intermediario "tradizionale". Internet dunque, non può considerarsi in nessun caso lo strumento mediante il quale defilarsi dal coinvolgimento nelle scelte dell'investitore e, men che meno, delle conseguenze di queste; non si tratta quindi di un terreno dove raccogliere facili guadagni di intermediazione sull'onda degli entusiasmi che lo strumento può generare, grazie anche alla sensazione di protagonismo "non mediato" che induce nell'investitore. Semmai il profitto che dall'operatività interattiva può generarsi deve essere guadagnato sul campo dall'intermediario, anche mediante l'opera di adattamento – particolarmente impegnativa, perché spesso discrezionale nelle modalità, ma mai negli obiettivi – della nuova operatività alla normativa vigente». Vedi AGOSTINI P. L. E

che tengano conto delle caratteristiche oggettive dell'operazione in rapporto al profilo soggettivo del cliente»<sup>193</sup>. La Consob aveva già specificato che la «valutazione, per la complessità che essa riveste, deve essere effettuata dall'intermediario applicando procedure predefinite e omogenee».<sup>194</sup>

Poiché tale valutazione deve essere il risultato di una procedura «predefinita ed omogenea», si può concludere che essa possa senz'altro essere effettuata mediante un sito *web*, secondo modalità standardizzate.<sup>195</sup> Tra queste si può immaginare la raccolta di dati per mezzo di questionari, la ripartizione dei singoli investitori in classi omogenee di rischio, l'individuazione delle operazioni non consentite (*rectius* non adeguate) per ogni classe e la verifica automatica di tale incompatibilità al momento della ricezione dell'ordine da parte dell'investitore.<sup>196</sup>

Ricordiamo che l'investitore può rifiutarsi di fornire all'intermediario le informazioni necessarie a quest'ultimo per valutarne il profilo, cioè l'esperienza in materia di investimenti in strumenti finanziari, la situazione finanziaria, gli obiettivi di investimento e la propensione al rischio.<sup>197</sup> In tal caso «*gli*

---

LO PRESTI B., in *Trading on line: le regole Consob*, in AAVV, *On line banking – Soluzioni tecnologiche multicanale*, McGraw-Hill, 2001, p. 86. «La "smaterializzazione" del rapporto non deve comportarne la sua de-personalizzazione e tanto meno, divenire il baluardo contro una attribuzione di responsabilità.»

<sup>193</sup> Comunicazione 30396/00.

<sup>194</sup> Vedi comunicazione n. DI/99091709/99. Vedi AGOSTINI P. L. E LO PRESTI B., in *Trading on line: le regole Consob*, in AAVV, *On line banking – Soluzioni tecnologiche multicanale*, McGraw-Hill, 2001, p. 88. «Il rischio conseguente all'erronea valutazione dell'idoneità dell'apparato tecnico e procedurale predisposto è pur esso a carico dell'intermediario e costituisce l'altra componente del prezzo che da questi deve essere pagato per operare sul nuovo mercato». In conseguenza di ciò vedi ROSSETTI M. (a cura di), *Rassegna di merito*, in *I Contratti*, 2001, fasc. 8-9 (settembre), p. 820-835, Tribunale di Frosinone, ordinanza del 20 aprile 2001, «La banca la quale fornisca un servizio informatico di c.d. *trading on line* ha l'onere di predisporre un dispositivo che, nel caso in cui il cliente intenda eseguire operazioni per le quali non ha sufficiente disponibilità, non consenta l'inoltro degli ordini. In difetto di tale cautela, la banca può essere chiamata a rispondere, nei confronti del cliente, della perdita conseguita alle suddette operazioni finanziarie.»

<sup>195</sup> Le considerazioni riportate nel testo, relative all'art. 28-29 del regolamento Consob n. 11522/1998, «chiariscono altresì avvalorando le conclusioni già raggiunte in tema di utilizzo dei promotori nell'offerta mediante un sito, la valenza delle disposizioni contenute nell'art. 36, co.1, lett. b) regolamento n. 11522/1998, che è quella di assegnare al promotore il compito di descrivere all'investitore le caratteristiche – si ribadisce – oggettive delle singole operazioni (art. 28, co.2) e di informarlo delle ragioni per cui, in base alla procedura di valutazione predisposta dall'intermediario, una data operazione non sia, eventualmente adeguata (art. 29, co.3)». Vedi comunicazione n. DI/99091709/99.

<sup>196</sup> Vedi MARCHISIO E., *Il trading on line nella interpretazione della Consob*, in *Diritto, banca e mercato finanziario*, luglio-settembre 2001, p. 374.

<sup>197</sup> Purché il rifiuto risulti dal contratto o da «apposita dichiarazione sottoscritta dall'investitore», ossia comunque in forma scritta, vedi art. 28, co.1, lett. b), regolamento Consob n. 11522/1998.

*intermediari non sono esonerati dall'obbligo di valutare l'adeguatezza dell'operazione disposta dal cliente ... [per cui] la valutazione andrà condotta, in ossequio ai principi generali di correttezza, diligenza e trasparenza, tenendo conto di tutte le notizie di cui l'intermediario sia in possesso (es.: età, professione, presumibile propensione al rischio del cliente alla luce anche della pregressa ed abituale operatività; situazione del mercato)»<sup>198</sup>. Tale attività istruttoria è dipendente dall'obbligo degli intermediari di essere in grado di ricostruire modalità, tempi e caratteristiche «dei comportamenti posti in essere nella prestazione dei servizi»<sup>199</sup>, obbligo che deve essere rispettato anche quando l'esecuzione del servizio avvenga *on line*.*

Orbene, se l'intermediario riceve l'ordine di eseguire un'operazione non adeguata al profilo del cliente, esso è tenuto a segnalare tale inadeguatezza a quest'ultimo, specificandone le ragioni.<sup>200</sup> Tale obbligo di comunicazione può essere adempiuto dall'intermediario *on line*. Allo stesso modo può essere inviato via Internet anche il successivo (ed eventuale) ordine da parte dell'investitore, con il quale questo «intenda comunque dare corso all'operazione». In tal caso, si rende necessario *interpretare analogicamente*<sup>201</sup> la norma che prevede che l'ordine debba essere «impartito per iscritto ovvero, nel caso di ordini telefonici, registrato su nastro magnetico o su altro supporto equivalente in cui sia stato fatto esplicito riferimento alle avvertenze ricevute»<sup>202</sup>. In tale circostanza si propone nuovamente il problema della scansione temporale delle attività, rispettivamente, dell'intermediario e della clientela, problema che si risolve se il «percorso informatico» attraverso cui il cliente deve impartire l'ordine impone la visualizzazione delle avvertenze prima che l'ordine possa essere dato. È, in ogni caso, escluso dalla Consob che l'intermediario possa impostare come predefinita (*per default*) l'opzione di conferma.<sup>203</sup>

---

<sup>198</sup> Comunicazione 30396.

<sup>199</sup> Art. 56, co.2, lett. a), regolamento Consob n. 11522/1998.

<sup>200</sup> Art. 29, co.3, regolamento Consob n. 11522/1998.

<sup>201</sup> La possibilità dell'interpretazione analogica è espressamente consentita dall'art. 75, co.3, regolamento Consob n. 11522/1998, che stabilisce che «i documenti dei quali il Libro III prevede la consegna agli investitori o il rilascio da parte di questi ultimi possono essere trasmessi anche mediante utilizzo di tecniche di comunicazione a distanza, purché le caratteristiche di queste ultime siano con ciò compatibili e consentano al destinatario dei documenti di acquisirne la disponibilità su supporto duraturo». Cfr. MARCHISIO E., *Il trading on line nella interpretazione della Consob*, in *Diritto, banca e mercato finanziario*, luglio-settembre 2001, p. 376.

<sup>202</sup> Art. 29, co.3, regolamento Consob n. 11522/1998.

<sup>203</sup> Comunicazione 30396/00.

Come da regola generale, l'intermediario è tenuto alla conservazione della documentazione (elettronica) relativa alla segnalazione di inadeguatezza al profilo, all'informativa delle avvertenze, all'ordine di procedere da parte dell'investitore. Di tali documenti deve essere garantita l'immodificabilità<sup>204</sup> e l'accessibilità da parte dell'investitore.<sup>205</sup>

#### *1.26 (Segue) Alcuni rilievi problematici*

La predisposizione di un percorso guidato necessario a rendere il cliente consapevole dell'avvertenza di inadeguatezza della operazione richiesta, non pone problemi di ordine tecnico: sarà sufficiente preordinare alcuni *step* obbligati di navigazione verso la conferma dell'ordine che prevedano blocchi, anche reiterati, superabili solamente dopo che il cliente sia stato obbligato a leggere attentamente la segnalazione di inadeguatezza, lasciando traccia dell'avvenuta lettura di quest'ultima. La conferma dell'ordine, lo ricordiamo, non può essere impostata come scelta di *default*.<sup>206</sup>

Se entriamo nel merito della valutazione dell'adeguatezza di un'operazione richiesta dall'investitore in rapporto al profilo del medesimo, la questione si fa più delicata.

Il sistema che mediante procedure predefinite ed omogenee determina la adeguatezza o meno dell'operazione richiesta deve essere in grado di generare profili di rischio dell'operazione in base alle sue "caratteristiche oggettive". La singola operazione avrà degli attributi che combinati tra loro determineranno un "rischio intrinseco", mentre combinati con gli attributi dell'investitore determineranno un "rischio estrinseco" (ad esempio un'operazione che di per se stessa non sia particolarmente aleatoria, potrebbe divenirlo se la sua entità superasse una certa soglia percentuale del patrimonio dell'investitore). D'altra parte il sistema deve essere in grado di generare un profilo di rischio dell'investitore che possa correggersi dinamicamente sulla base di uno "storico". L'analisi della compatibilità tra le "caratteristiche

---

<sup>204</sup> Art. 63, co.6, e 69 del regolamento Consob n. 11522/1998.

<sup>205</sup> Art. 28, co.5, regolamento Consob n. 11522/1998.

<sup>206</sup> Nel rispetto del principio di consapevolezza del rischio non ordinario dell'operazione posta in essere.

oggettive” dell’operazione e il “profilo soggettivo” dell’investitore, condurrà ad un giudizio sintetico di adeguatezza dell’operazione.

Orbene, la prudenza rende preferibile ottenere moderati risultati di valutazione, al fine di non incorrere in responsabilità e conseguente risarcimento, ma se è vero che in questo modo, si evitano possibili perdite del cliente con conseguenti, ma eventuali, scarichi di responsabilità sull’intermediario, è anche vero che si impediscono, o quanto meno si limitano, dei possibili guadagni. Non che si voglia configurare per l’intermediario una responsabilità per lucro cessante, ma solo far notare che una indifferenziata qualificazione di rischiosità per una certa categoria di operazioni (per esempio, quelle azionarie) non corrisponderebbe al dettato della Consob di effettuare la valutazione “in rapporto”.<sup>207</sup>

### *1.27 Conflitti di interessi*

L’art. 27, co.2, del regolamento Consob n. 11522/1998, prevede che l’intermediario non possa compiere operazioni nelle quali abbia un interesse direttamente o indirettamente in conflitto con quello del cliente, «a meno che non abbia preventivamente informato per iscritto l’investitore sulla natura e l’estensione del loro interesse nell’operazione e l’investitore non abbia acconsentito espressamente per iscritto all’effettuazione dell’operazione»<sup>208</sup>. Anche nel caso in esame, l’informativa e la successiva (ed eventuale) autorizzazione possono essere fornite via Internet; conclusione che si consegue *interpretando in via analogica*<sup>209</sup> la parte successiva della norma ricordata, la quale prevede che «ove l’operazione sia conclusa telefonicamente, l’assolvimento dei citati obblighi informativi e il rilascio della relativa autorizzazione da parte dell’investitore devono risultare da registrazione su nastro magnetico o su altro supporto equivalente»<sup>210</sup>.

Ancora una volta, l’ordine temporale delle operazioni svolte assume particolare rilevanza, per cui il «percorso informatico» attraverso il quale il

---

<sup>207</sup> Vedi AGOSTINI P. L. E LO PRESTI B., in *Trading on line: le regole Consob*, in AAVV, *On line banking – Soluzioni tecnologiche multicanale*, McGraw-Hill, 2001, p. 89.

<sup>208</sup> Art. 27, co.2, regolamento Consob n. 11522/1998.

<sup>209</sup> Cfr. MARCHISIO E., *Il trading on line nella interpretazione della Consob*, in *Diritto, banca e mercato finanziario*, luglio-settembre 2001, p. 377.

<sup>210</sup> Art. 27, co.2, regolamento Consob n. 11522/1998.

cliente viene informato e fornisce la successiva autorizzazione, deve imporre la visualizzazione delle avvertenze prima che l'autorizzazione possa essere rilasciata. È, in ogni caso, escluso dalla Consob che l'intermediario possa «impostare per *default*» l'opzione di autorizzazione<sup>211</sup>.

Da ultimo, vengono richiamate nuovamente le norme in materia di conservazione della documentazione, di immodificabilità<sup>212</sup> e di accessibilità della documentazione da parte dell'investitore<sup>213</sup>.

Si può aggiungere che per quanto concerne la predisposizione di una funzionalità (*download/stampa*) che garantisca la possibilità di acquisire su supporto duraturo l'informazione riguardante il conflitto d'interessi, non sembrerebbe che la lettera della comunicazione 30396, richieda l'effettivo *download* come *step* obbligatorio del percorso: infatti, viene richiesto che il cliente sia messo “*nelle condizioni di acquisirla*”<sup>214</sup>, non che la acquisisca effettivamente.

#### 1.28 Attestazioni e rendicontazioni

La Consob<sup>215</sup> ha dedicato particolare attenzione anche alla compatibilità della ricezione degli ordini tramite rete Internet con gli obblighi di attestazione degli ordini<sup>216</sup>, che in particolare in relazione agli obblighi di rilascio all'investitore dell'attestazione cartacea<sup>217</sup>, ed a quello di registrare su nastro magnetico o su altro supporto equivalente gli ordini impartiti telefonicamente dagli investitori.<sup>218</sup>

---

<sup>211</sup> Comunicazione 30396/00.

<sup>212</sup> Art. 63, co.6, e 69 del regolamento Consob n. 11522/1998.

<sup>213</sup> Art. 28, co.5, del regolamento Consob n. 11522/1998.

<sup>214</sup> Comunicazione 30396/00. Cfr. AGOSTINI P. L. E LO PRESTI B., in *Trading on line: le regole Consob*, in AAVV, *On line banking – Soluzioni tecnologiche multicanale*, McGraw-Hill, 2001, p. 90.

<sup>215</sup> Nella comunicazione n. DI/98063298/98.

<sup>216</sup> Art. 60 del regolamento Consob n. 11522/1998.

<sup>217</sup> Conteneva il nome dell'investitore, l'orario, e la data di ricevimento dell'ordine nonché gli elementi essenziali dell'ordine stesso e le eventuali istruzioni accessorie.

<sup>218</sup> La comunicazione n. DI/98063298/98 aveva ad oggetto l'analisi di un sistema che permetteva agli investitori di impartire ordini tramite Internet avvalendosi di un software che consentiva l'interfaccia con la procedura di inserimento degli ordini nel Mercato Telematico Azionario e nel Mercato ristretto. L'identificazione avveniva mediante il sistema maggiormente utilizzato nel mercato in esame: codice utente, P.I.N. e password. Era garantita, inoltre, la crittografia dei dati trasmessi tramite Internet.

In relazione agli obblighi di attestazione degli ordini, l'art. 60 del regolamento Consob n. 11522/1998 non prevede espressamente il caso in esame, perciò è necessario ricorrere *analogicamente*<sup>219</sup> alla norma che impone di «registrare su nastro magnetico o su altro supporto equivalente gli ordini impartiti telefonicamente dagli investitori». La Commissione, considerando che la rete Internet è uno strumento che tecnicamente consente di adempiere all'obbligo in esame con completezza, fornendo tutti gli elementi richiesti, richiede che le modalità tecniche utilizzate «consentano al cliente di acquisire la disponibilità dell'attestazione su supporto duraturo»<sup>220</sup>.

La Consob ammette che anche gli obblighi di invio della nota informativa di *eseguito*<sup>221</sup> o della rendicontazione periodica<sup>222</sup> possano essere adempiuti via Internet, in virtù della già ricordata discrezionalità organizzativa e procedurale concessa agli intermediari, «purché le modalità tecniche utilizzate consentano al cliente di acquisire disponibilità della documentazione su supporto duraturo»<sup>223</sup>.

### 1.29 Rapporti con le autorità di vigilanza

La comunicazione 30396 si chiude con una disposizione che contenutisticamente ricalca il comma 6 dell'art. 56 del regolamento Consob n. 11522/1998, con una connotazione direttamente riguardante la corrispondenza telematica e la rapidità e sicurezza di accesso alla stessa: «*l'intermediario deve essere*

---

Come imposto dalla normativa vigente, infine, era previsto un sistema di registrazione di tutta l'operatività del cliente.

<sup>219</sup> Cfr. MARCHISIO E., *Il trading on line nella interpretazione della Consob*, in *Diritto, banca e mercato finanziario*, luglio-settembre 2001, p. 378.

<sup>220</sup> Comunicazione n. DI/98063298/98. Restano ferme, come è evidente le norme comunque applicabili, tra le quali quelle relative all'interconnessione ai mercati previste dal regolamento dei Mercati Organizzati e Gestiti dalla Borsa Italiana S.p.A. (deliberato dall'assemblea della Borsa Italiana S.p.A. il 20 dicembre 1999 e il 1° marzo 2000, e approvato dalla Consob con delibere n. 12463 del 29 marzo 2000 e n. 12469 del 4 aprile 2000). Esse, si ricorda, impongono agli intermediari di dotarsi di adeguati sistemi automatici di controllo dei flussi, di assumere personale da destinarsi al controllo del flusso degli ordini, in possesso dei requisiti richiesti, nonché di essere in grado di «inibire, su richiesta della Borsa Italiana, l'accesso per il tramite delle interconnessioni che abbiano provocato situazioni di irregolarità delle negoziazioni».

<sup>221</sup> Art. 61 regolamento Consob n. 11522/1998.

<sup>222</sup> Art. 62 regolamento Consob n. 11522/1998.

<sup>223</sup> Art. 75 regolamento Consob n. 11522/1998. La comunicazione n. DI/9065403/99 aggiunge tale requisito l'idoneità «a garantire la riservatezza delle comunicazioni».

*in condizione di estrarre prontamente dai propri archivi e di esibire alle Autorità di Vigilanza, la documentazione, di cui si cura di garantire l'immodificabilità, che avesse consegnato o ricevuto via Internet».*

### *1.30 Il malfunzionamento del sito web e la responsabilità dell'intermediario per mancata, inesatta o tardiva esecuzione delle disposizioni del cliente*

Innanzitutto non esiste una disciplina specifica in materia di responsabilità dell'intermediario per inesatta o tardiva esecuzione delle disposizioni del cliente. Solo in tema di diligenza sono presenti alcune note importanti negli articoli: 21, co. 1, lett. a) del TUF, dove si legge che «nella prestazione dei servizi di investimento e accessori i soggetti abilitati devono: a) comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza, nell'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati»; e ancora nell'art. 26, lett. d) del regolamento Consob 11522/1998, dove si legge che «gli intermediari autorizzati, [...] eseguono con tempestività le disposizioni loro impartite dagli investitori»<sup>224</sup>.

In assenza di una regolamentazione specifica la responsabilità dell'intermediario si ricava dai principi generali del codice civile in materia di responsabilità contrattuale per inadempimento. Quindi fondamentalmente occorrerà tenere conto dell'art. 1218 c.c. sulla responsabilità del debitore<sup>225</sup>, dell'art. 1176 c.c. sulla diligenza nell'adempimento<sup>226</sup>, nonché dei connessi articoli 1228 c.c. sulla responsabilità per fatto degli ausiliari<sup>227</sup>, 1223 c.c. sul risarcimento del danno<sup>228</sup>, 1225 c.c. sulla prevedibilità del danno<sup>229</sup>.

---

<sup>224</sup> Occorre anche considerare l'art. 2, co. 6, del TUF, che detta una norma di favore per l'investitore, riguardo all'onere della prova. Vedi oltre.

<sup>225</sup> Dove si prevede che «il debitore che non esegue esattamente la prestazione dovuta è tenuto al risarcimento del danno, se non prova che l'inadempimento o il ritardo è stato determinato da impossibilità della prestazione derivante da causa a lui non imputabile».

<sup>226</sup> In particolare al secondo comma si prevede che «nell'adempimento delle obbligazioni inerenti all'esercizio di un'attività professionale, la diligenza deve valutarsi con riguardo alla natura dell'attività esercitata».

<sup>227</sup> Dove si prevede che, «salva diversa volontà delle parti, il debitore che nell'adempimento dell'obbligazione si vale dell'opera di terzi, risponde anche dei fatti dolosi o colposi di costoro».

<sup>228</sup> Dove si dispone che «il risarcimento del danno per l'inadempimento o per il ritardo deve comprendere così la perdita subita dal come il mancato guadagno».

<sup>229</sup> Dove si prevede che «se l'inadempimento o il ritardo non dipende dal dolo del debitore, il risarcimento è limitato al danno che poteva prevedersi nel tempo in cui è sorta l'obbligazione».

È opportuno ora chiedersi quali siano le situazioni che nella prestazione del servizio di *trading on line* possano configurare una responsabilità per inadempimento dell'intermediario. Il malfunzionamento del servizio può essere dovuto a due situazioni fondamentali:

1. l'investitore non è riuscito ad accedere al sito *web* dell'intermediario e quindi non è riuscito ad inoltrare l'ordine;
2. l'investitore è riuscito ad accedere al sito *web*, ma non è riuscito ad eseguire l'operazione.

La prima può essere determinata:

- da una concentrazione di utenti troppo elevata che non consente l'accesso di alcuni di essi;
- dal *provider* di cui l'intermediario negoziatore si avvale per l'accesso alla rete Internet;
- dal mancato funzionamento degli snodi ai quali si appoggiano i *providers* per effettuare i collegamenti alla rete Internet;
- dalla caduta del server al quale l'intermediario negoziatore si appoggia.<sup>230</sup>

Orbene, nell'ipotesi *sub a*), sembra doversi affermare una responsabilità dell'intermediario per negligente organizzazione del servizio stesso<sup>231</sup>; nell'ipotesi *sub b*), considerando che l'intermediario si vale del soggetto fornitore del servizio di accesso alla rete Internet (il *provider*), per la prestazione del servizio di *trading on line*, è indubbia una responsabilità dell'intermediario *ex* 1228 c.c.<sup>232</sup>; nell'ipotesi *sub c*), sembrerebbe doversi escludere una responsabilità dell'intermediario, che risulta estraneo a qualsiasi rapporto con i gestori di tali snodi, di cui non si avvale direttamente nell'adempimento<sup>233</sup>;

---

<sup>230</sup> Vedi ZITIELLO, *Ordini non eseguiti: che fare?*, in Trading online, Bloomberg Investimenti, dicembre 2000, p. 30 e ss.

<sup>231</sup> L'evento in questione, esula infatti dal concetto di causa non imputabile, previsto dall'art. 1218 c.c., ai fini della liberazione del debitore.

<sup>232</sup> Ossia per il fatto di terzi di cui si avvale nell'adempimento della sua obbligazione. In questi casi l'intermediario, pur obbligato, in caso di condanna, a risarcire il danno al cliente, mantiene il diritto di rivalsa nei confronti del *provider*. Cfr. ZITIELLO, *Ordini non eseguiti: che fare?*, in Trading online, Bloomberg Investimenti, dicembre 2000, p. 31.

<sup>233</sup> Tali casi sarebbero dunque riconducibili a caso fortuito e forza maggiore e pertanto cause non imputabili di inadempimento.

nell'ipotesi *sub d*) l'inadempimento è da imputarsi all'intermediario, il quale si avvale del *server* nella prestazione del servizio<sup>234</sup>.

Nella seconda situazione possibile, quando cioè l'investitore è in grado di accedere al sito *web* dell'intermediario, ma non riesce ad eseguire l'operazione che si era prefissato. Le cause possono essere in parte le stesse che generano la mancata connettività del sistema generale e in parte cause endogene di malfunzionamento del sito *web* dell'intermediario. Per le prime valgono le considerazioni già svolte, per le seconde sembra sussistere la responsabilità per inadempimento dell'intermediario negoziatore, in quanto afferenti alla sua organizzazione interna.<sup>235</sup>

Per quanto riguarda il risarcimento del danno, non sono poche le difficoltà: in parte dovute alla determinazione della effettiva eseguibilità dell'ordine e all'individuazione dei livelli di quotazione dei titoli a cui parametrare l'entità del risarcimento, in parte a ostacoli di carattere probatorio, relativi alla prova dell'esistenza, e in particolare dell'entità e prevedibilità del danno. Seguendo la casistica precedentemente proposta da illustre dottrina possiamo dire:

- in caso di completa inaccessibilità del sito *web* dell'intermediario, la quantificazione del risarcimento del danno, sulla base del 1226 c.c., sarà stabilita dal giudice con valutazione equitativa<sup>236</sup>;

- nel caso in cui l'investitore sia riuscito a inviare un ordine dal sito dell'intermediario, ma questo non sia stato eseguito, o sia stato eseguito tardivamente, la determinazione quantitativa del danno risarcibile al cliente è fatta comprendendo le somme di denaro che prevedibilmente il cliente avrebbe guadagnato se avesse eseguito regolarmente l'operazione di *trading on line*<sup>237</sup>

---

<sup>234</sup> In questo caso è d'obbligo il rinvio ai suggerimenti avanzati dalla Consob nella comunicazione DI/30396. Vedi *supra*.

<sup>235</sup> Cfr. ZITIELLO, *Ordini non eseguiti: che fare?*, in *Trading online*, Bloomberg Investimenti, dicembre 2000, p. 32.

<sup>236</sup> In questo caso manca, infatti, il riferimento preciso alle operazioni di borsa che il cliente si era prefissato di compiere, che avrebbero costituito un valido parametro di quantificazione del danno risarcibile dal cliente.

<sup>237</sup> Il cliente dovrà comunque circostanziare la prova dell'inadempimento, non solo dimostrando l'esistenza di una sospensione del sistema fornito dall'intermediario, ma anche individuando precisamente l'operazione che intendeva compiere.

Lo strumento probatorio a disposizione del cliente, normalmente risulta essere una notifica della mancata esecuzione dell'operazione richiesta, inviata dall'intermediario.<sup>238</sup>

Un'ultima notazione meritano alcune clausole che puntualmente compaiono nei moduli dei contratti di *trading on line*<sup>239</sup>: «l'intermediario non è responsabile per la mancata o irregolare trasmissione degli ordini, anche in caso di ritardi o cadute di linea del sistema...»; «la Sim non può in alcun modo essere considerata responsabile di eventuali interruzioni...»; «la banca non risponde del malfunzionamento del servizio e/o dei pregiudizi che dovessero derivare al cliente per fatti imputabili all'ISP (*Internet Service Provider*) o comunque collegabili alla fornitura del servizio di accesso alla rete Internet». Ebbene, l'art. 1469-bis, co. 3, n. 2 c.c., dichiara le clausole<sup>240</sup> il cui oggetto o effetto consiste nella capacità di «escludere o limitare le azioni del consumatore nei confronti del professionista o di un'altra parte in caso di inadempimento totale o parziale o di inadempimento inesatto da parte del professionista», abusive e quindi inefficaci, «malgrado la buona fede»<sup>241</sup>. La sanzione disposta dall'art. 1469-quinquies per la clausola di esonero da responsabilità di cui all'art. 1469-bis, co. 3, n. 2 c.c. è l'inefficacia della clausola medesima, che non vale, peraltro, a inficiare il contratto, il quale rimane efficace per il resto.<sup>242</sup>

---

<sup>238</sup> Vedi *supra*. Strumenti probatori alternativi, che permetterebbero di risalire agli estremi dell'operazione richiesta dall'investitore, sono il fax e il telefono.

La Consob, nella comunicazione Consob 30396/00, sostiene l'opportunità di «concludere accordi con Internet *provider* e con altri soggetti coinvolti nel processo, idonei a garantire la funzionalità efficiente del sistema prestato», e nella comunicazione DI/45021 dell'8 giugno 2000, ha invitato gli intermediari autorizzati alla prestazione di servizi di *trading on line* a compilare un questionario. Le risposte alle domande del questionario avevano la funzione di consentire la prevenzione degli illeciti commessi in rete e di calibrare le modalità d'intervento sui soggetti controllati, al fine di garantire le condizioni di equità, efficienza e trasparenza cui l'attività dei mercati deve essere improntata.

<sup>239</sup> I contratti presi in considerazione sono "scaricabili" da Internet, direttamente dal sito ufficiale degli intermediari: [www.fineco.it](http://www.fineco.it), [www.121.it](http://www.121.it), [www.bancagenerali.it](http://www.bancagenerali.it), [www.sella.it](http://www.sella.it), [www.xelion.it](http://www.xelion.it), e altri.

<sup>240</sup> Nei contratti conclusi tra un professionista e un consumatore, s'intende!

<sup>241</sup> In combinato disposto con l'art. 1469-quinquies.

<sup>242</sup> Ricordiamo che l'inefficacia opera solo a vantaggio del consumatore e può essere rilevata d'ufficio dal giudice. «L'analisi della disciplina normativa sulle clausole di esonero da responsabilità ammonisce gli intermediari a riporre particolare attenzione nella redazione dei contratti per la prestazione del servizio di trading on line, affinché le pattuizioni concluse siano compatibili con la normativa a tutela dei consumatori contenuta nel codice civile». Vedi ZITIELLO, *Ordini non eseguiti: che fare?*, in *Trading online*, Bloomberg Investimenti, dicembre 2000, p. 34.

### 1.31 Gli strumenti di tutela dell'investitore - Il diritto di recesso

Il c.d. diritto di pentimento (*ius poenitendi*) nasce nel nostro ordinamento con la legge 23 marzo 1983, n. 77, che istituiva i fondi comuni di investimento mobiliare aperti ad opera dell'art. 12, che introdusse nella legge 216/1974, l'art. 18ter il cui secondo comma inseriva la disciplina delle «vendite a domicilio», e rimaneva in vigore anche dopo il decreto legislativo n. 415/1996, creando non pochi problemi di carattere interpretativo.<sup>243</sup>

L'art. 18ter, co.2, stabiliva: «L'efficacia dei contratti stipulati mediante vendita a domicilio è sospesa per la durata di cinque giorni decorrenti dalla data di sottoscrizione. Entro detto termine l'acquirente ha la facoltà di comunicare al venditore o al suo agente, procuratore o commissario [*rectius*: commissionario], a mezzo telegramma, il proprio recesso senza corrispettivo. Quanto disposto nel presente comma deve essere riprodotto nei contratti stessi». L'ultimo comma dell'art. 18ter, stabiliva inoltre che «sono nulli i contratti stipulati in violazione di quanto prescritto nei precedenti commi».

La *ratio* della disposizione si fonda sulla distinzione, avente carattere psicologico, tra chi si reca presso la sede ed ivi stipula il contratto, dimostrando con tale sua autonoma iniziativa una sia pur generica disponibilità ad effettuare un impiego del risparmio, e chi invece si induce a contrarre a seguito di una iniziativa del venditore che lo coglie per così dire «di sorpresa» senza lasciargli il tempo di maturare la decisione di investimento.<sup>244</sup>

Oggi l'art. 18ter, co.2, della legge 216/1974 non è più vigente, essendo stato assorbito dall'art. 30 del TUF che ha operato l'unificazione della disciplina, dell'istituto con riferimento alla offerta fuori sede tanto di prodotti

---

<sup>243</sup> «L'espressione "vendita a domicilio" era sicuramente meno ampia di quella di "offerta fuori sede" sia sotto il profilo oggettivo dell'attività rilevante, che sotto quello topografico. Per un verso, infatti, l'offerta, contenendo al suo interno la promozione e il collocamento, copre un ventaglio di possibilità operative di cui la vendita risulta una fattispecie particolare, per l'altro la formula in negativo "fuori sede", assumendo come significato quello di "luogo diverso dalla sede legale o dalle dipendenze", ha un'accezione più ampia sotto il profilo dello spazio rispetto al "domicilio". Nonostante l'inerzia del legislatore, era comunque da ritenersi che il significato dell'espressione "vendita a domicilio" di cui all'art. 18ter fosse da considerare coincidente con quello di offerta fuori sede di cui all'art. 22 e con quello "promozione e collocamento a distanza" di cui all'art. 24 del decreto legislativo n. 415/1996 e ciò per ragioni essenzialmente di carattere sistematico che tendono ad accordare al risparmiatore una più ampia protezione.» vedi ZITIELLO, *Ius poenitendi: feticcio o diritto da difendere?*, in Trading online, Bloomberg Investimenti, novembre 2000, p. 33.

<sup>244</sup> Vedi RABITTI BEDOGNI C., *Il Testo Unico della Intermediazione Finanziaria* – Commentario, art. 32, Giuffrè, 1998; vedi anche CARBONETTI F., *Lo ius poenitendi nell'offerta fuori sede di prodotti finanziari*, in Banca borsa e titoli di credito, novembre-dicembre 2001, p. 773.

finanziari quanto del servizio di gestione, «ponendo fine a ingiustificate disparità di trattamento che finora avevano caratterizzato tale fattispecie con riguardo al presupposto oggettivo, alle modalità, ai tempi di esercizio del diritto di pentimento»<sup>245</sup>.

Detta norma dopo aver definito l'«offerta fuori sede» e averne delineato la disciplina, stabilisce al co.6: «L'efficacia dei contratti di collocamento di strumenti finanziari o di gestione di portafogli individuali conclusi fuori sede ovvero collocati a distanza ai sensi dell'art. 32 è sospesa per la durata di sette giorni decorrenti dalla data di sottoscrizione da parte dell'investitore. Entro detto termine l'investitore può comunicare il proprio recesso senza spese né corrispettivo al promotore finanziario o al soggetto abilitato; tale facoltà è indicata nei moduli o formulari consegnati all'investitore. La medesima disciplina si applica alle proposte contrattuali effettuate fuori sede ovvero a distanza ai sensi dell'art. 32». Siamo in presenza dell'inserimento nel contratto, per volontà di legge, di un termine iniziale di efficacia, meccanismo questo parallelo a quello, ben noto, della *condicio iuris*. Poiché il contratto è perfetto, per quanto non ancora efficace, il diritto di ripensamento attribuito all'investitore configura un recesso in senso tecnico, inquadrabile, salvo che per il suo derivare dalla legge, nella previsione dell'art. 1373 c.c., co.1.

Il legislatore precisa che il *dies a quo* è quello della sottoscrizione dell'investitore, ma occorre tener conto che tale data, da cui decorre il termine durante il quale l'efficacia è sospesa e può essere esercitato il diritto di recesso, non necessariamente coincide con la data di conclusione del contratto. La coincidenza è assicurata soltanto nel caso che il promotore finanziario disponga di poteri rappresentativi dell'intermediario per cui opera ed anche – nel caso che detto intermediario collochi altrui prodotti finanziari o altrui servizi di gestione individuale – che l'intermediario medesimo disponga a sua volta di poteri rappresentativi del soggetto emittente il prodotto finanziario ovvero del soggetto che presta il servizio di gestione. Perciò di recesso potrebbe propriamente parlarsi solo dopo l'effettiva conclusione del contratto e per l'eventuale periodo residuo fino alla scadenza dei sette giorni dalla data della sottoscrizione dell'investitore. Pertanto, l'esercizio dello *ius poenitendi* nel

---

<sup>245</sup> Vedi ZITIELLO, *Ius poenitendi: feticcio o diritto da difendere?*, in Trading online, Bloomberg Investimenti, novembre 2000, p. 33.

periodo precedente la conclusione del contratto configurerebbe una mera revoca dell'accettazione, comunque possibile secondo le regole generali.<sup>246</sup>

In ogni caso, il termine di sette giorni previsto dalla norma contribuisce a risolvere il problema della tempestività della revoca dell'accettazione, dato che tale revoca, secondo la regola codicistica, deve giungere a conoscenza del proponente prima che gli pervenga l'accettazione.

Quale dunque il beneficio che l'investitore trae dall'attribuzione di codesto diritto? L'investitore ha la certezza di potersi liberare dall'impegno, già assunto o in corso di formazione, entro i sette giorni successivi a quello in cui ha apposto la propria firma.

Il comma 7° dell'art. 30 TUF, prevede che l'omessa indicazione della facoltà di recesso nei moduli o formulari comporta la nullità dei relativi contratti, che può essere fatta valere solo dal cliente.<sup>247</sup> Infine il comma 8°, escute dalla disciplina dello *ius poenitendi* le «offerte pubbliche di vendita o di sottoscrizione [opvs] di *azioni con diritto di voto* o di altri strumenti finanziari che permettano di acquisire o sottoscrivere tali azioni, purché le azioni o gli strumenti finanziari siano negoziati in mercati regolamentati italiani o di paesi dell'Unione Europea». La *ratio* è evidentemente quella di evitare comportamenti opportunistici degli investitori,<sup>248</sup> i quali potrebbero essere indotti ad esercitare il diritto di recesso semplicemente per il fatto che la quotazione del titolo acquistato o sottoscritto risulti, nei primi sette giorni, inferiore al prezzo di acquisto o sottoscrizione. La Consob ha allargato in via interpretativa l'ambito di applicazione di tale esenzione alle ipotesi di opvs di titoli già quotati ma non ancora negoziati<sup>249</sup>; ciò, in quanto, la commissione ritiene: «la ratio che sottende l'espressa esclusione dell'applicazione nell'ipotesi di opvs di titoli quotati è la stessa per le operazioni aventi ad oggetto titoli per i

---

<sup>246</sup> Art. 1328, co.2, c.c.

<sup>247</sup> Si tratta di un'ipotesi di nullità relativa. Il legislatore non ha optato per la nullità assoluta, a differenza di quanto aveva precedentemente fatto nell'art. 18ter, ultimo comma, legge 216/1974, perché questa, per la sua imprescrittibilità ed esercitabilità da parte di tutti i soggetti interessati poteva in qualche caso rivolgersi contro il risparmiatore non intenzionato a uscire dall'investimento. Cfr. PAGNONI E., *Offerta fuori sede, art. 30*, in ALPA G., CAPRIGLIONE F., *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, Tomi I, II e III, Cedam, 1998

<sup>248</sup> ZITIELLO parla di «manovre speculative», vedi ZITIELLO, *Ius poenitendi: feticcio o diritto da difendere?*, in Trading online, Bloomberg Investimenti, novembre 2000, p. 34.

<sup>249</sup> Cfr. Bollettino settimanale Consob «Consob informa» n. 25 del 22 giugno 1998.

quali sia già stata deliberata l'ammissione, ancorché la negoziazione potrà avvenire solo al termine dell'offerta, una volta assegnati i titoli».

Rispetto all'art. 30, co. 8, c'è da osservare l'incomprensibile ragione per la quale la esclusione concerne soltanto le *azioni con diritto di voto*, dato che la medesima esigenza che la disposizione intende soddisfare si pone, in modo identico, nel caso di offerta pubblica di vendita o di sottoscrizione che abbia per oggetto azioni di risparmio.<sup>250</sup> Sta di fatto, comunque, che la limitazione contenuta nel comma 8° è del tutto insensata, sicché saremmo propensi a vedervi una svista del legislatore, che l'interprete è legittimato a trascurare.

Per concludere, parte della dottrina<sup>251</sup> sostiene che, la regola di cui all'art. 30, co. 6, TUF, rimanga del tutto eccezionale, in quanto derogatrice del principio generale *ex* 1372 c.c. che riconosce l'autonomia contrattuale e ne garantisce gli effetti, i quali in via di principio si producono immediatamente, salvo che le parti stesse non abbiano pattuito una temporanea inefficacia. In effetti, il diritto di recesso venne introdotto nel 1983 allo scopo di garantire il risparmio, che è bene meritevole della più ampia tutela, prevista addirittura a livello costituzionale<sup>252</sup>, ma ormai la regola – la quale al momento della sua introduzione aveva portata generale – è divenuta di applicazione residuale, in un contesto in cui la protezione del risparmiatore si avvale di ben più organici strumenti, quali la tipizzazione degli intermediari e ed il loro assoggettamento a vigilanza anche per quanto riguarda l'osservanza delle regole di comportamento, a loro volta dettagliatamente formulate.

### 1.32 Il diritto di variazione

L'art. 74 del regolamento Consob n. 11522/1998, esclude l'impiego di tecniche di comunicazione a distanza nel caso in cui gli investitori si dichiarino esplicitamente contrari al loro svolgimento o *alla loro prosecuzione*. E codesta ultima prescrizione potrebbe avere un contenuto di rilievo pratico per il *trading*

---

<sup>250</sup> Può darsi che l'inciso "*con diritto di voto*", discenda tralattivamente, dalla disciplina posta dalla legge 18 febbraio 1992, n. 149, vigente fino all'emanazione del TUF, la quale contemplava le offerte pubbliche di vendita e di sottoscrizione aventi diritto di voto. Cfr. CARBONETTI F., *Lo ius poenitendi nell'offerta fuori sede di prodotti finanziari*, in Banca borsa e titoli di credito, novembre-dicembre 2001, p. 782.

<sup>251</sup> Cfr. CARBONETTI F., *Lo ius poenitendi nell'offerta fuori sede di prodotti finanziari*, in Banca borsa e titoli di credito, novembre-dicembre 2001, p. 782.

<sup>252</sup> Art. 47 Cost.

*on line*. Quello di consentire all'investitore di optare per una prestazione dei servizi in via convenzionale anziché telematica anche dopo la conclusione del contratto. Si porrà allora il quesito *dogmatico* dell'inquadramento di tale *ius variandi* unilaterale dell'originario contratto, *sub specie* di variazione delle modalità di esecuzione del medesimo, da telematiche a convenzionali.<sup>253</sup>

### 1.33 L'inversione dell'onere della prova

L'art. 23, co. 6, del TUF stabilisce che nei giudizi di risarcimento danni cagionati al cliente nello svolgimento dei servizi di investimento e di quelli «accessori», spetta ai soggetti abilitati l'onere della prova di aver agito con la specifica diligenza richiesta. Due sono le indicazioni precettive di maggiore importanza, tra quelle ricavabili dalla disposizione in parola.

Quanto alla prima, essa implica un'inversione dell'onere della prova di tipo strutturale, intesa cioè a sollevare il cliente da «qualsiasi onere probatorio in ordine alla dimostrazione dell'imperizia dell'intermediario», con la conseguente configurabilità di una presunzione relativa, a sfavore dell'intermediario, di non aver dispiegato la diligenza necessaria.<sup>254</sup>

Quanto alla seconda è evidente che l'art. 23, co. 6, del TUF, ripropone le questioni già sollevate dall'art. 18, co.5, d.lgs. n. 415/96, nella parte in cui stabiliva che era liberato chi provava non già di aver agito con la diligenza del mandatario (come previsto invece l'art. 13, co.10, l. n. 1/91), bensì di aver agito «con la specifica diligenza». Orbene, questo passaggio dalla diligenza del mandatario alla «specifica diligenza» sembra da intendere come una sorta di implicita conferma che la diligenza che è legittimo attendersi dall'intermediario (*rectius*, che questi è tenuto a dispiegare) è di tipo particolare, e segnatamente è diversa da quella esigibile dal debitore comune, in quanto orientata a caratterizzarsi in senso professionale [del resto l'attività di intermediazione finanziaria è (almeno in parte) svolta tra gli altri anche da soggetti (agenti di cambio) che risultano a ciò legittimati in quanto iscritti al relativo albo professionale tenuto dal corrispondente ordine professionale]. In breve, la

---

<sup>253</sup> Vedi DELFINI F., *Commercio elettronico e servizi d'investimento*, in I Contratti, n. 7, 2000, p.720.

<sup>254</sup> Vedi PERASSI, *Commento all'art. 18*, in AAVV, *La disciplina degli intermediari finanziari*, a cura di CAPRIGLIONE, Padova, 1997, p. 152. Secondo CARBONETTI, *I contratti di intermediazione mobiliare*, Milano, 1992, p. 68, invece, il legislatore da un lato esonera il cliente dal dimostrare l'esistenza del nesso di causalità, e, dall'altro lato, grava l'intermediario dell'onere di provare, in positivo, di aver agito con la diligenza occorrente nel singolo caso.

nuova formula rimanda direttamente all'art. 1176, co. 2, c.c., elevando questa norma a ruolo di metro di giudizio per l'eventuale sindacato sull'operato degli intermediari.<sup>255</sup>

---

<sup>255</sup> RABITTI BEDOGNI C., Commento all'art. 23, in Il Testo Unico della Intermediazione Finanziaria – Commentario, 1998.