

DIDIA LUCARINI ORTOLANI

L'INTERNET NELL'INTERMEDIAZIONE FINANZIARIA

SOMMARIO: 1. Premessa. — 2. L'internet come strumento per la sollecitazione all'investimento. Promozione e collocamento a distanza di prodotti finanziari e di servizi di investimento. L'attività. — 2.1. L'oggetto: servizi di investimento, strumenti finanziari e prodotti finanziari. — 2.2. I soggetti « abilitati » e « autorizzati ». — 2.3. I promotori. — 2.4. Identificazione del cliente e tutela dell'investitore. — 2.5. La forma. — 3. L'internet nella prestazione di servizi di investimento. Il *trading on line*.

1. PREMESSA.

L'innovazione delle tecnologie dell'informazione e della comunicazione¹, di cui l'internet, quale « prototipo dello *spazio cibernetico* (o *cyberspazio*) »², rappresenta l'esempio più rilevante, ha comportato una profonda trasformazione dell'esercizio dell'attività finanziaria. Il nuovo « canale di distribuzione » ha necessariamente modificato i comportamenti degli intermediari della domanda e dell'offerta di prodotti finanziari e di servizi di investimento, intermediari che, grazie all'internet, possono creare un sito per pubblicizzare il proprio operato, utilizzare la posta elettronica per contattare la clientela, mettere a disposizione della stessa materiale informativo, negoziare per conto terzi, raccogliere e trasmettere ordini di negoziazione.

L'utilizzazione dell'internet nel settore finanziario costituisce ormai una grande opportunità di sviluppo e le potenzialità offerte dalla rete sono testimoniate dalla sua sempre più ampia diffusione tra tutti i soggetti che partecipano all'attività dei mercati. L'inter-

¹ Sui concetti di *globalizzazione*, *rivoluzione digitale*, *new economy*, vedi tra gli altri G. ALPA, *New economy e libere professioni: il diritto privato e l'attività forense nell'era della rivoluzione digitale*, in *Contratto e impresa*, 2000, p. 1175; P. GROSSI, *Globalizzazione, diritto, scienza giuridica*, in *Foro it.*, 2002, V, c. 151.

² Così M. STELLA RICHTER jr., *Prime*

osservazioni su intermediazione finanziaria ed internet, in questa *Rivista*, 2000, p. 436, che evidenzia l'interrelazione, dal punto di vista terminologico, tra i termini *intermediazione finanziaria* e *internet*.

Il termine « *cyberspazio* » è stato usato per la prima volta dallo scrittore William Gibson nel libro del 1984 *Neuromancer*, per indicare il mondo virtuale.

net infatti, superando i limiti di spazio e di tempo³, « consente di consolidare ed estendere i rapporti con la clientela » e soprattutto « si presta a politiche di espansione in nuovi bacini di utenza, grazie all'abbattimento dei costi di insediamento e transazione; per altro verso, permette a operatori provenienti dai settori delle comunicazioni e del *software* di sviluppare prodotti affini a quelli finanziari e di accrescere le pressioni concorrenziali sull'attività di intermediazione »⁴.

Questo fenomeno, seppur inevitabilmente influenzato da crisi economiche e borsistiche o da difficili situazioni internazionali, deve essere considerato un punto di non ritorno, tanto che il legislatore, comunitario e nazionale, di rango primario e secondario, ha ritenuto necessario individuare principi generali e regole giuridiche base allo scopo di controllare l'operatività degli intermediari o, meglio, le loro modalità di intervento sulla rete, e di tutelare i risparmiatori⁵, sia nella fase genetica dei contratti di intermediazione finanziaria (promozione e collocamento), sia nella fase di esecuzione degli stessi (*trading on line*). Solo con un rigoroso impianto normativo si può, infatti, evitare il pericolo — da qualcuno paventato⁶ — che il nuovo mondo internet possa diventare un *far west* privo di regole e, più in generale, che la globalizzazione dell'economia strumentalizzi la dimensione giuridica « al soddisfacimento di interessi economici, spesso concretantisi — in un clima di capitalismo sfrenato — nel raggiungimento con ogni mezzo e ad ogni costo del maggior profitto possibile »⁷.

A livello nazionale la prestazione di servizi di investimento, anche tramite l'internet, è sottoposta alle norme del d. lgs. n. 58/1998, contenente il Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria (d'ora in avanti Tuf) ed alle relative norme regolamentari ed attuative della Consob, tra cui principalmente il Regolamento n. 11522/1998⁸ (d'ora in avanti Reg.); a livello comunitario, sia ai contratti relativi alla prestazione di ser-

³ Vedi E. BOCCHINI, *Introduzione al diritto commerciale nella new economy*, Padova, 2001, p. 9.

⁴ V. DESARIO, *Il risparmio finanziario in Italia: strumenti, intermediari, mercati*, Intervento al Convegno, organizzato dall'Università Luiss, dall'Ania e dall'Irsa, *New Economy e riflessi sui sistemi finanziari e assicurativi*, Roma, 10 gennaio 2001, p. 22 del documento tratto dal sito della Banca d'Italia.

⁵ Vedi F. RIOLO, *La rivoluzione Internet tra regolamentazione e autoregolamentazione*, in *Bancaria*, 2000, p. 2, secondo il quale l'essenza stessa dell'internet, quale « mercato senza confini, delocalizzato, basato sulla libertà di acces-

so da parte di chiunque », rende impossibile una disciplina esaustiva di un fenomeno così complesso e in continua evoluzione.

⁶ P. SAMMARCO, *Promozione e negoziazione dei prodotti finanziari tramite Internet*, in questa *Rivista*, 1999, p. 1068.

⁷ P. GROSSI, *Globalizzazione, diritto, scienza giuridica*, cit., c. 163.

⁸ Regolamento di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, concernente la disciplina degli intermediari, adottato con Delibera n. 11522 del 1° luglio 1998 e successivamente modificato con Delibere n. 11745 del 9 dicembre 1998, n. 12409 del 1° marzo 2000, n. 12498 del 20 aprile 2000, n. 13082 del 18 aprile 2001 e n. 13710 del 6 agosto 2002.

vizi di investimento sia ai contratti bancari sono (o saranno) applicabili le disposizioni contenute nella direttiva sul commercio elettronico n. 2000/31/CE dell'8 luglio 2000 e nella direttiva sui servizi finanziari a distanza n. 2002/65/CE del 23 settembre 2002⁹, direttive che, pur contribuendo alla creazione di un quadro giuridico per la fornitura di servizi finanziari in linea¹⁰, pongono qualche problema di coordinamento, essendo la prima più ampia in relazione ai servizi considerati ma limitata all'uso dei soli strumenti elettronici e la seconda, invece, più ampia rispetto alle tecniche di comunicazione a distanza utilizzabili ma limitata ai soli servizi finanziari¹¹. In considerazione del tipo di attività esercitata è agevole supporre che un intermediario finanziario, in quanto fornitore di servizi finanziari a distanza, dovrà osservare come normativa generale quella sulla vendita a distanza di servizi finanziari e, qualora utilizzi la rete per la prestazione dei servizi di investimento, considerare come normativa speciale quella sul commercio elettronico¹². Rinviando la soluzione del problema al recepimento delle direttive comunitarie, possiamo solo confrontarci con le indicazioni fornite dall'attuale normativa italiana.

2. L'INTERNET COME STRUMENTO PER LA SOLLECITAZIONE

ALL'INVESTIMENTO. PROMOZIONE E COLLOCAMENTO A DISTANZA DI PRODOTTI FINANZIARI E DI SERVIZI DI INVESTIMENTO. L'ATTIVITÀ.

Nel Tuf, la rete internet, seppur non menzionata espressamente, assume rilievo, quale nuovo strumento per la *sollecitazione all'investimento*, intendendosi come tale « ogni offerta, invito a offrire o messaggio promozionale, in qualsiasi forma effettuati, finalizzati all'acquisto o allo scambio di *prodotti finanziari* », cioè di *strumenti finanziari* e di *qualsiasi altra forma di investimento finan-*

⁹ Sulla proposta modificata di Direttiva del Parlamento Europeo e del Consiglio concernente la vendita a distanza di servizi finanziari ai consumatori (COM (1999) 385 def. 98/0245 (COD), del 23 luglio 1999, vedi E. GRANATA, *La nuova tecnologia e la legislazione comunitaria dei servizi finanziari: un cammino difficile verso regole condivise nel mercato interno*, in *Dalla banca alla euro@nk*, a cura di G. Bracchi e D. Masciandaro, Roma, 2001, p. 271; V. ZENO-ZENCOVICH, *La tutela del fruitore di servizi finanziari resi attraverso reti telematiche*, in questa *Rivista*, 2001, p. 685, che evidenzia la « sciatteria del servizio traduzioni della Comunità » nell'uso improprio del termine « vendita ». La direttiva

2002/65 è pubblicata in GUCE L 271 del 9 ottobre 2002. Per un primo commento vedi M. GIURGOLA, *La direttiva 2002/65/CE sulla commercializzazione a distanza di servizi finanziari: l'epilogo di una lunga attesa*, in *Le società*, 2003, p. 103.

¹⁰ Così nel 27° Considerando della Dir. n. 2000/31/CE sul commercio elettronico.

¹¹ In base all'art. 2, lett. b) viene qualificato come « servizio finanziario » « qualsiasi servizio di natura bancaria, creditizia, assicurativa, servizi pensionistici individuali, di investimento o di pagamento ».

¹² Così anche L. BONZANINI, *La normativa di riferimento in materia di « trading on line »*, in *Contratti*, 2000, p. 194.

ziario (art. 1, comma 1, lett. *t*) e *u*) Tuf). Nell'ambito della sollecitazione, quella tramite l'internet assume inequivocabilmente la forma dell'*offerta fuori sede* di strumenti e servizi finanziari (art. 30 Tuf)¹³, più precisamente della *promozione e collocamento a distanza di servizi di investimento e strumenti finanziari* (art. 32 Tuf)¹⁴. La rete, infatti, può essere utilizzata sia per lo svolgimento di tutte quelle attività preparatorie, strumentali e propedeutiche a quella di collocamento (promozione)¹⁵, sia al collocamento vero e proprio, da intendersi come la conclusione di contratti di compravendita o di permuta¹⁶.

Quest'ultima norma, infatti, definisce le tecniche di comunicazione a distanza come «le tecniche di contatto con la clientela, diverse dalla pubblicità, che non comportano la presenza fisica e simultanea del cliente e del soggetto offerente o di un suo incaricato»¹⁷. In applicazione di tale disposizione il Reg. Consob, al-

¹³ Con Com. n. DI/46365 del 12 giugno 2000, la Consob non ha rilevato ragioni ostative all'apertura di un «negozio finanziario» all'interno del quale sia prevista una postazione internet per il *trading on line*. Tuttavia, per una maggiore tutela degli interessi dell'investitore, la Commissione richiede che la postazione sia collocata in un'area riservata e separata dagli altri locali del «negozio finanziario» e che ne sia consentito l'accesso ai soli clienti abilitati e che il promotore finanziario o altro dipendente dell'intermediario non sia presente nel momento in cui il cliente procede alla propria identificazione tramite *password* o altra chiave di accesso al sistema, al fine di garantire la riservatezza delle suddette modalità di accesso e scongiurare un uso fraudolento da parte di altri soggetti non abilitati.

L'apertura di negozi finanziari, gestiti da promotori finanziari sulla base di un contratto di agenzia per il collocamento dei prodotti e dei servizi finanziari e di un contratto di *franchising* per la gestione del negozio, pone il problema di stabilire se il negozio finanziario sia da considerare o meno come sede del soggetto abilitato. In caso negativo, infatti, non si dovrebbe includere nella fattispecie dell'offerta a distanza, che è quella effettuata in luogo diverso dalla sede dell'offerente, l'ipotesi in cui l'investitore si avvalga di una postazione internet situata nel negozio finanziario. Così F. PARRELLA, *La disciplina speciale dell'offerta a distanza di «prodotti finanziari» e di «servizi di investimento»*, in *Dir. banc. e merc. fin.*, 2000, p. 43, nota 8. Vedi anche M. DE MARI e L. SPADA, *Orientamenti in tema di intermediari e promoto-*

ri finanziari, in *Foro it.*, 2002, I, p. 586, secondo i quali il negozio finanziario può individuare sia una sede dell'intermediario, idonea ad integrare la nozione di «dipendenza» (ex art. 30, comma 1), sia un'unità periferica priva dei requisiti richiesti dall'art. 25, comma 1, lett. e) Reg. Consob n. 11522/98, sia un ufficio del promotore finanziario. Qualora l'attività di promozione e di collocamento di strumenti finanziari venga svolta presso negozi finanziari che non possono qualificarsi come sede dell'intermediario o di una sua dipendenza, essa costituirà offerta fuori sede. Così M. DE MARI e L. SPADA, *Orientamenti in tema di intermediari e promotori finanziari*, cit., p. 1248.

¹⁴ Si ritiene ormai unanimemente che la «promozione e collocamento a distanza» costituisca la *species* del *genus* «offerta fuori sede», non più autonoma attività di intermediazione mobiliare, ma semplice modalità di offerta. Vedi, da ultimo, F. PARRELLA, *La disciplina speciale dell'offerta a distanza di «prodotti finanziari» e di «servizi di investimento»*, cit., p. 38.

¹⁵ L. ZITIELLO, *L'offerta fuori sede di strumenti finanziari e di servizi di investimento*, in *La riforma dei mercati finanziari. Dal decreto Eurosim al Testo Unico della Finanza*, a cura di G. Ferrarini e P. Marchetti, Roma, 1998, p. 247.

¹⁶ R. COSTI, *Il mercato mobiliare*, 2^a ed., Torino, 2000, p. 103.

¹⁷ La stessa definizione è data nella direttiva sulla vendita a distanza di servizi finanziari, mentre la direttiva sul commercio elettronico rimanda al concetto di «servizi della società dell'informazione», intesi

l'art. 72, qualifica come tecniche di comunicazione a distanza esclusivamente quelle che consentono di stabilire un contatto con i singoli investitori, con possibilità di dialogo o altre forme di interazione rapida (si pensi al telefono, alla video conferenza, al fax, alla posta elettronica, al *link* o al *banner*¹⁸) ovvero anche senza possibilità di interazione rapida (ad esempio per corrispondenza), qualora i documenti o messaggi inviati presentino contenuto negoziale o, comunque, non si limitino ad illustrare le qualità e le caratteristiche del soggetto offerente, dei servizi di investimento, degli strumenti finanziari offerti¹⁹.

Tale chiarificazione, che fa rientrare a pieno titolo l'internet tra le tecniche di comunicazione a distanza²⁰, permette di cogliere la distinzione tra « pubblicità » e « promozione » di cui all'art. 32 Tuf che espressamente esclude la pubblicità dalla nozione di tecnica di comunicazione a distanza, intendendo come « promozione », da assoggettare alla disciplina sollecitatoria, solo il « messaggio promozionale specificamente diretto alla conclusione di un contratto di compravendita »²¹. Un intermediario, pertanto, potrà pubblicizzare il proprio operato attraverso la creazione di un sito²² o utilizzare la posta elettronica, senza per ciò essere sottoposto alla disciplina prevista per la promozione a distanza. In base alle disposizioni legislative e regolamentari, infatti, solo nella promozione è possibile ravvisare quel contatto « bilaterale e qualificato » tra intermediario finanziario e investitore che impone e giustifica una disciplina specifica a tutela di quest'ultimo, mentre nella pubblicità, rivolta *ad incertam personam*, non è possibile

come servizi prestati, normalmente dietro retribuzione, a distanza, per via elettronica e a richiesta individuale del destinatario del servizio. Un servizio, pertanto, « è "a distanza" quando non vi è la presenza simultanea delle parti; è prestato "per via elettronica" quando è inviato all'origine e ricevuto a destinazione mediante attrezzature elettroniche di trattamento (compresa la compressione digitale) e di memorizzazione dei dati, ed è interamente trasmesso, inoltrato e ricevuto mediante fili, radio, mezzi ottici o altri mezzi elettromagnetici ». Così L. BONZANINI, *La normativa di riferimento in materia di « trading on line »*, cit., p. 195.

¹⁸ Per *link*, abbreviazione di *hyperlink*, si intende il sistema di puntatori utilizzato per guidare il navigatore attraverso le pagine del *web*. Il *banner* è il modulo grafico, visualizzato nelle suddette pagine, che funge da inserzione pubblicitaria interattiva nell'internet.

¹⁹ M. DE MARI e L. SPADA, *Orientamen-*

ti in tema di intermediari e promotori finanziari, cit., p. 594

²⁰ Vedi A. TADINI, *Le regole Consob sul trading on line e la consulenza finanziaria on line*, in *Impresa c.i.*, 2001, p. 210.

²¹ R. COSTI, *Il mercato mobiliare*, cit., p. 103. Vedi anche F. PARRELLA, *La disciplina speciale dell'offerta a distanza di « prodotti finanziari » e di « servizi di investimento »*, cit., p. 55, secondo il quale la pubblicità si configura « non già come una forma di sollecitazione, bensì come un'attività riguardante sollecitazione di investimento ».

²² Vedi L. BONZANINI, *La normativa di riferimento in materia di « trading on line »*, cit., p. 198, secondo il quale « un sito fa promozione se descrive nel dettaglio come aprire un rapporto, non se si limita ad indicare il (e permettere con il *link*, l'accesso rapido al) sito di un intermediario (che fa promozione/collocamento con il suo proprio sito) ».

ravvisare alcun contatto con i singoli investitori, ai quali vengono fornite mere informazioni descrittive dell'operazione o del soggetto proponente²³. In altre parole, mentre l'attività di promozione è direttamente finalizzata alla conclusione di un contratto nell'ambito di un rapporto diretto e personale tra intermediario e cliente, la pubblicità è caratterizzata da una valenza meramente informativa diretta al pubblico degli investitori²⁴. Pertanto, sebbene la gestione di un sito *web* o l'uso della posta elettronica possano essere considerate come tecniche di comunicazione a distanza, occorre verificare quali sono le finalità della comunicazione.

Se un sito contiene tutte le informazioni necessarie perché il cliente possa sottoscrivere un determinato investimento con la digitazione di determinati tasti sarà riconducibile alla fattispecie dell'offerta a distanza²⁵, che non ricorrerà nell'ipotesi in cui il sito si limiti ad una semplice presentazione al pubblico dell'intermediario o a pubblicizzare operazioni di sollecitazione²⁶, nella quale ultima ipotesi dovrà trovare applicazione la disciplina relativa agli

²³ Così R. LENER, *Promozione e collocamento di prodotti finanziari e servizi di investimento tramite internet*, in *Internet banking. Tecnologia, economia e diritto*, a cura di F. Riolo e D. Masciandaro, Roma, 2000, p. 382. Nello stesso senso C. RABBITI BEDOGNI, *sub art. 32*, in *Il Testo unico della intermediazione finanziaria. Commentario al d. lgs. 24 febbraio 1998*, n. 58, a cura di C. Rabitti Bedogni, Milano, 1998, p. 272. Vedi anche L. BONZANINI, *La normativa di riferimento in materia di «trading on line»*, cit., p. 197, secondo il quale «non costituisce promozione la mera segnalazione al cliente del nome e dell'indirizzo dell'intermediario o la generica enunciazione dei suoi pregi. Per converso, diventa promozione l'illustrazione dettagliata di contenuti, qualità e caratteristiche di un servizio d'investimento/strumento finanziario». L'A. qualifica come promozione quell'attività che «si concentra su un unico prodotto o servizio ed è finalizzata alla conclusione dell'operazione (anche senza sfociare in una vera e propria trattativa contrattuale)». Conforme F. CARBONETTI, *Lo jus poenitendi nell'offerta fuori sede di prodotti finanziari*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2001, I, p. 776.

²⁴ A. GAMBINO, *La promozione e il collocamento a distanza di prodotti finanziari*, in *Internet banking. Tecnologia, economia e diritto*, a cura di F. Riolo e D. Masciandaro, cit., p. 443; E. PAGNONI, *sub art. 32*, in *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di in-*

termediazione finanziaria, a cura di G. Alpa e F. Capriglione, Padova, 1998, p. 323; F. CAPRIGLIONE, *Evoluzione informatica e soggettività finanziaria nella definizione di alcune tipologie operative on line*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2001, I, p. 499.

²⁵ Così C. RABBITI BEDOGNI, *sub art. 32*, cit., p. 273. In tal senso anche la Com. Consob n. DI/99076449 del 19 ottobre 1999, che non qualifica come promozione del servizio di negoziazione la predisposizione di un sito che si limiti a descriverlo senza fornire istruzioni sulle modalità del rapporto contrattuale con l'intermediario.

²⁶ Cfr., con riferimento al previgente quadro normativo, Com. Consob n. DIS/RM/96005769 del 14 luglio 1996, in *Bollettino Consob*, giugno 1996, p. 63, con la quale la Commissione aveva autorizzato la pubblicità sull'internet di un fondo comune, purché in ogni pagina del sito fossero evidenziati i rischi dell'operazione; Com. Consob n. DAL/RM/96008280 del 9 settembre 1996, in *Bollettino Consob*, settembre 1996, p. 34. Vedi anche la Delibera Consob n. 12948 del 2 febbraio 2001, con la quale la Commissione ha sospeso, in via cautelare, l'ulteriore diffusione degli annunci pubblicitari della «Azimut sgr spa», concernenti la campagna promozionale «Azimut Formula 1», nonché della pagina del sito www.azimut.it dedicata ai fondi «Formula 1».

annunci pubblicitari di cui all'art. 17 e ss. del Regolamento Consob n. 11971/1999^{27 28}.

Le stesse considerazioni possono farsi con riferimento alla posta elettronica, attraverso la quale possono inviarsi messaggi o documenti a contenuto promozionale o negoziale ovvero a contenuto meramente pubblicitario, come le *e-mail* collettive da inviare alla clientela per pubblicizzare nuovi prodotti o servizi^{29 30}.

Esula, infine, dall'applicabilità della disciplina sulla promozione e collocamento a distanza l'utilizzazione dell'internet per fornire alla clientela materiale informativo³¹.

L'impiego dell'internet, nelle sue diverse modalità applicative di cui si è detto, può in ogni caso essere escluso o interrotto, qualora l'investitore si dichiari esplicitamente contrario a tale tecnica (art.

²⁷ Regolamento di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, in materia di emittenti, approvato con Delibera n. 11971 del 14 maggio 1999, successivamente modificata con le Delibere n. 12475 del 6 aprile 2000, n. 13086 del 18 aprile 2001, n. 1605 del 5 giugno 2002, n. 13616 del 12 giugno 2002 e n. 13924 del 4 febbraio 2003.

Con Com. n. DIN/1031371 del 26 aprile 2001 la Consob ha indicato i criteri operativi per la redazione di annunci pubblicitari concernenti OICR italiani ed esteri e fondi pensione aperti diffusi in Italia al fine di assicurare la comparabilità delle informazioni contenute nei messaggi pubblicitari e di ridurre al minimo eventuali scorrettezze nell'attività promozionale. Tali criteri si sono resi necessari dato che la Commissione, con le modifiche all'art. 19, comma 1, del Regolamento emittenti, ha esonerato gli intermediari dall'obbligo di ottenere l'autorizzazione preventiva per messaggi pubblicitari e promozionali, spostando l'attività di vigilanza alla fase successiva alla diffusione degli stessi.

²⁸ Così R. LENER, *Promozione e collocamento di prodotti finanziari e servizi di investimento tramite internet*, cit., p. 383.

²⁹ Vedi M. DE LORENZO e S. FABRIZIO, *Le recenti evoluzioni della disciplina sullo svolgimento dei servizi di intermediazione finanziaria on-line tramite internet: una prima analisi*, in questa Rivista, 1999, p. 488, che limitano la possibilità di invio di *e-mail* collettive solo a quella clientela che preventivamente abbia richiesto tale servizio, fornendo il proprio assenso.

³⁰ Vedi C. COMPORTI, *La sollecitazione all'investimento*, in *Intermediari finanziari, mercati e società quotate*, a cura di A. Patroni Griffi, M. Sandulli e V. Santoro, Torino, 1999, p. 576, secondo il quale

« tanto nel caso di messaggio personalizzato (ad esempio tramite la posta elettronica), quanto in quello contenuto in un sito *web*, possono essere ravvisati gli estremi per qualificare l'attività come sollecitazione, sempre che l'uno e l'altro contengano riferimenti all'operazione di sollecitazione ovvero siano finalizzati, con richiami diretti o indiretti, all'investimento in prodotti finanziari ». Secondo l'A. rilievo essenziale ai fini della determinazione della fattispecie sollecitatoria è il mero contenuto del sito finalizzato alla vendita o alla sottoscrizione di prodotti finanziari.

³¹ Fin dal 1996 la Consob aveva ritenuto legittima la diffusione tramite la rete di prospetti informativi relativi a offerte pubbliche di scambio e all'offerta di quote di fondi comuni di investimento. Vedi Com. Consob n. DAL/RM 96008280 del 9 settembre 1996, in *Bollettino Consob*, settembre 1996, p. 34, secondo la quale i prospetti dovevano essere conformi alle versioni preventivamente depositate presso l'Archivio Prospetti e a condizione che non venisse svolta alcuna attività promozionale rilevante ai sensi dell'art. 1/18-*quinquies* della legge n. 216/1974. Dopo l'emanazione del d. lgs. n. 415/1996 (decreto Eurosim) la Commissione aveva consentito la pubblicazione di un servizio di analisi tecnica da proporre in abbonamento attraverso l'internet, senza bisogno di autorizzazione, dato che l'art. 66 del decreto Eurosim, abrogando l'art. 25 della legge n. 1/1991, aveva qualificato come servizio accessorio, consentito a chiunque, l'offerta di servizi consistenti nel fornire non solo dati oggettivi sui mercati e sui titoli ma anche consigli generalizzati sulla loro situazione attuale e prospettica, cioè la prestazione di servizi di informazione finanziaria. Vedi *Consob Informa*, n. 18, 5 maggio 1997, p. 2.

74 Reg). Ciò comporta, per l'investitore stesso, la possibilità di scegliere una prestazione dei servizi di investimento in via convenzionale, anziché telematica, anche dopo la conclusione del contratto³².

2.1. L'OGGETTO: SERVIZI DI INVESTIMENTO, STRUMENTI FINANZIARI E PRODOTTI FINANZIARI.

Come si desume dalla rubrica dell'art. 32 Tuf, tramite l'internet possono essere offerti a distanza *servizi di investimento e strumenti finanziari* e, proseguendo nella lettura dell'articolo, anche *prodotti finanziari*.

Quanto agli strumenti finanziari questi vanno identificati nel catalogo chiuso contenuto nell'art. 1, comma 2, dalla lett. a) alla lett. j e comma 3 Tuf, che vi ricomprende le azioni e gli altri titoli rappresentativi di capitale di rischio negoziabili sul mercato dei capitali, le obbligazioni, i titoli di Stato, le quote di fondi comuni di investimento, i titoli negoziati sul mercato monetario, qualsiasi titolo che consenta di acquisire gli strumenti precedentemente indicati nonché i *futures*, gli *swaps*, i contratti a termine, i contratti di opzione, e le combinazione di contratti e titoli precedentemente indicati.

Gli strumenti finanziari, come definiti dal legislatore, vengono inclusi nella nozione più ampia di « prodotto finanziario », che ricomprende anche *ogni altra forma di investimento di natura finanziaria*³³, espressione di non facile comprensione che sembra voler indicare come essenziale per la nozione di prodotto finanziario la qualificazione finanziaria dell'investimento ed includere quindi anche prodotti bancari ed assicurativi. Tuttavia nella disciplina dell'offerta a distanza, anche tramite l'internet, i prodotti bancari ed assicurativi vengono esplicitamente sottratti dalla disciplina dettata per l'intera categoria dei prodotti finanziari. L'essenziale — che viene in genere giustificata per i penetranti controlli di stabilità cui sono sottoposte banche e assicurazioni e, quindi, per i minori rischi assunti dall'investitore³⁴ — è stata da molti

³² Così F. DELFINI, *Commercio elettronico e servizi di investimento*, in *I contratti*, 2000, p. 720, il quale rileva come in tal caso si pone il problema « dell'inquadramento di tale *ius variandi* unilaterale dell'originario contratto, *sub specie* di variazione delle modalità di esecuzione del medesimo, da telematiche a convenzionali ».

³³ Come la stessa Consob ha rilevato, nella categoria rientrano solo i prodotti finanziari di « raccolta » e non anche quelli di « erogazione ». Vedi Com. Consob n. DI/98021215 del 23 marzo 1998 (in *Bol-*

lettino Consob, n. 3/1998) e più recentemente Com. n. DIN/82717 del 7 novembre 2000, con riferimento ai contratti di mutuo. Esula pertanto dalla disciplina di cui si tratta l'erogazione di prestiti tramite la rete effettuata utilizzando i siti della *Mol Holding* www.mutuionline.it e www.prestionline.it.

³⁴ Vedi, in senso critico, R. COSTI, *Il mercato mobiliare*, cit., p. 15; F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2001, p. 292, che sottolinea il ruolo determinante svolto dalle banche e dalle compagnie di assicurazione nella conces-

considerata un privilegio in contrasto con le esigenze di trasparenza, particolarmente avvertite nel settore bancario e in quello assicurativo³⁵, che ne dovrebbero imporre l'abolizione, con riferimento a quei prodotti bancari e assicurativi che hanno natura strettamente finanziaria³⁶.

Quanto ai *servizi di investimento*, relativi a strumenti finanziari, potranno essere offerti sia quelli « principali », quali la *negoziazione* (per conto proprio e per conto terzi), il *collocamento*, la *gestione individuale* per conto terzi, la *ricezione e trasmissione di ordini*, nonché la *mediazione* (art. 1, comma 5 Tuf), sia quelli « accessori », quali la *custodia e amministrazione di strumenti finanziari*; la *concessione di finanziamenti agli investitori per consentire loro di effettuare un'operazione relativa a strumenti finanziari, nella quale interviene il soggetto che concede il finanziamento*; la *consulenza alle imprese in materia di struttura finanziaria ...*; i *servizi connessi all'emissione o al collocamento di strumenti finanziari, ivi compresa l'organizzazione e la costituzione di consorzi di garanzia e collocamento*; la *consulenza in materia di investimenti in strumenti finanziari*; l'*intermediazione in cambi, quando collegata alla prestazione di servizi di investimento* (art. 1, comma 6 Tuf).

Tra i servizi di investimento accessori, particolare importanza riveste la consulenza in materia di investimenti in strumenti finanziari fornita tramite l'internet, attività in relazione alla quale la Consob non ha imposto particolari regole di comportamento in

sione dell'esenzione; M. DE MARI e L. SPADA, *Orientamenti in tema di intermediari e promotori finanziari*, cit., p. 590 che avanzano qualche dubbio sull'opportunità dell'esenzione prevista.

Si dispone, invece, l'applicazione della disciplina alle attività di promozione e collocamento a distanza di prodotti e servizi bancari, assicurativi e finanziari operati dalle imprese di investimento (vedi gli artt. 72, comma 3, e 73, comma 3 Reg.). Vedi A. GAMBINO, *La promozione e il collocamento a distanza di prodotti finanziari*, cit., p. 448; E.M. NEGRO, *L'offerta fuori sede di « prodotti diversi » dagli strumenti finanziari e dai servizi di investimento*, in *Riv. soc.*, 2001, p. 633.

Ricordiamo come nella direttiva sulla vendita a distanza di servizi finanziari venga fornita una nozione molto ampia di « servizio finanziario » comprensiva di qualunque servizio bancario, assicurativo, d'investimento e di pagamento. Il che implica che la disciplina comunitaria è applicabile a tutti i servizi del mercato finanziario inteso in senso lato. Vedi G. ALPA, *New economy e libere professioni: il diritto privato*

e l'attività forense nell'era della rivoluzione digitale, cit., p. 1196.

³⁵ N. SALANITRO, *Società per azioni e mercati finanziari*, Milano, 2000, p. 102; E. PEDERZINI, in *Testo unico della finanza. Commentario*, a cura di G. F. Campobasso, II, Torino, 2002, p. 844.

³⁶ Recentemente al Convegno organizzato dall'Assogestioni a Milano il 12 giugno 2002 sul tema « Le regole valgono per tutti. Analisi comparata della disciplina del risparmio gestito », è stata proposta una modifica, legislativa o regolamentare, tesa a sottomettere alla disciplina della sollecitazione all'investimento e dell'offerta fuori sede quei prodotti bancari e assicurativi di natura finanziaria, cioè di contenuto gestorio, come le obbligazioni bancarie strutturate e le polizze assicurative *unit o index linked*. Vedi la relazione, cortesemente fornitami dall'Autore, di M. STELLA RICHTER jr., *Obbligo di restituire e obbligo di gestire nell'attività finanziaria: alla ricerca di una disciplina per gli « ibridi » bancari e assicurativi*, alla quale si rinvia per l'ampia bibliografia sull'argomento.

capo agli intermediari. È noto che l'attività di consulenza, già ricompresa tra quelle di intermediazione mobiliare riservate agli intermediari autorizzati nella legge n. 1/1991, è stata sottratta alla riserva di attività con l'entrata in vigore del decreto legislativo n. 415/1996, ed è pertanto un'attività libera. Ciò in quanto la stessa sia caratterizzata:

« a) dall'esistenza di un rapporto bilaterale e personalizzato fra il consulente e il cliente, fondato sulla conoscenza degli obiettivi d'investimento e della situazione finanziaria del cliente stesso, così che le indicazioni siano elaborate in considerazione della situazione individuale dello specifico investitore;

b) dalla posizione di strutturale indipendenza del consulente rispetto agli investimenti consigliati;

c) dall'inesistenza di limiti predeterminati in capo al consulente circa gli investimenti da consigliare;

d) dalla circostanza che l'unica remunerazione percepita dal consulente sia quella ad esso pagata dal cliente nel cui interesse il servizio è prestato ».

Pertanto, l'attività di consulenza così intesa può essere svolta liberamente tramite la rete sia dagli intermediari professionali, assoggettati alle regole del Tuf relative alla prestazione dei servizi di investimento, principali ed accessori (art. 21) e ai contratti (art. 23), nonché alle ulteriori regole fissate dal Reg. Consob (art. 26 e ss.), sia da soggetti diversi dagli intermediari professionali che non dovranno osservare gli obblighi previsti dalla normativa sull'intermediazione finanziaria, ma soltanto le regole di diritto comune sulla diligenza e la professionalità, previste in relazione all'adempimento delle obbligazioni, alla forma e al contenuto dei contratti, ai contratti tra il professionista e il consumatore³⁷. Un limite viene posto solo al promotore finanziario che potrà esercitare l'attività di consulenza solo per conto del soggetto abilitato per il quale opera o di altro soggetto comunque appartenente al medesimo gruppo³⁸. La ragione di tale limitazione di carattere operativo risiede nel fatto che la posizione del promotore non è mai « neutrale » rispetto agli investimenti consigliati. Come sottolinea la Consob³⁹, il promotore « si preoccupa non già di illustrare in linea generale le caratteristiche di un prodotto, quanto nel consigliare all'investitore talune precise operazioni, avendo egli interesse all'effettuazione degli investimenti promossi ».

³⁷ Vedi R. DELLA VECCHIA, *Il servizio di consulenza in materia di investimenti in strumenti finanziari: profili interpretativi e applicativi*, in *Banche, promotori e internet*, a cura di F. PARRELLA e M. TOFANELLI, Milano, 2000, p. 54.

³⁸ Così Com. Consob n. DI/30441 del 21 aprile 2000. Vedi anche le Comunicazio-

ni n. DIN/64619 del 29 agosto 2000, n. DIN/ 73476 del 6 ottobre 2000, n. DIN/ 76482 del 17 ottobre 2000, n. DIN/81423 del 2 novembre 2000, tutte nel sito www.consob.it.

³⁹ Così in Com. n. 98096957 del 21 dicembre 1998 e in Com. n. DIN/64619 del 29 agosto 2000.

Non è riconducibile, infine, né alla categoria dei servizi di investimento né a quella dei servizi accessori, ed è pertanto liberamente esercitabile tramite l'internet, la fornitura di informazioni economiche e finanziarie a carattere standardizzato (ad es. indici di Borsa), in quanto non aventi ad oggetto consigli di investimento personalizzati prestati nell'ambito di un rapporto bilaterale⁴⁰.

La « liberalizzazione » di queste due attività, così frequenti sulla rete, che possono essere poste in essere da soggetti scarsamente professionali sottratti ad ogni forma di controllo, può comportare notevoli rischi, non solo per gli investitori, ma anche per gli emittenti e gli intermediari. In attesa di un auspicabile intervento legislativo, si stanno proponendo codici di autoregolamentazione⁴¹ e la stessa Consob inizia a pronunciarsi sulla diffusione di informazioni tramite l'internet⁴².

2.2. I SOGGETTI « ABILITATI » E « AUTORIZZATI ».

Sia il Tuf che la regolamentazione Consob sono alquanto selettivi nell'individuazione dei soggetti che possono offrire sull'internet servizi di investimento e prodotti finanziari. Dalla lettura delle non chiarissime norme ad essi dedicate dal Reg. (artt. 71 e 73), che distinguono tra soggetti « abilitati » e soggetti « autorizzati », si possono così sintetizzare le varie categorie legittimate:

— possono offrire *prodotti finanziari*: gli intermediari « autorizzati » che sono le imprese di investimento, le banche e gli intermediari finanziari, iscritti nell'elenco speciale previsto nell'art. 107 del testo unico bancario (Tub), se tutti autorizzati a svolgere il servizio di collocamento; le società di gestione del risparmio (sgr), limitatamente alle quote di fondi comuni di investimento propri o gestiti, e le società di investimento a capitale variabile (Sicav), limitatamente alle proprie azioni;

— possono offrire servizi di investimento *propri*: le società di intermediazione mobiliare (sim), le società fiduciarie, le banche italiane autorizzate alla prestazione dei servizi di investimento, gli intermediari finanziari *ex art. 107 Tub* autorizzati alla prestazione del servizio di negoziazione per conto proprio, limitatamente agli strumenti finanziari derivati, le sgr, le sicav, gli agenti di cambio, le imprese di investimento e le banche comunitarie ed extra-comunitarie comunque abilitate alla prestazione di servizi di investimento in Italia;

⁴⁰ A. TADINI, *Le regole Consob sul trading on line e la consulenza finanziaria on line*, cit., p. 217.

⁴¹ Vedi il Codice dell'Associazione Italiana degli Analisti Finanziari.

⁴² Com. n. DME/1000796 del 4 gennaio 2001 sull'utilizzo dei siti internet per la diffusione di informazione da parte di società emittenti strumenti finanziari quotati.

— possono offrire servizi di investimento *altrui* solo gli intermediari « autorizzati »⁴³.

Da tale elencazione⁴⁴ si evince che in Italia una società emittente non può mai collocare a distanza i propri strumenti finan-

⁴³ Secondo parte della dottrina sarebbe precluso alle imprese di investimento comunitarie che possono prestare in Italia il servizio di collocamento in regime di mutuo riconoscimento di promuovere e collocare a distanza i prodotti finanziari e i servizi di investimento prestati da altri intermediari. La Consob, tuttavia, con Com. n. 99027949 del 13 aprile 1999 ha consentito ai soggetti comunitari autorizzati negli Stati di origine a prestare il servizio di investimento corrispondente e abilitati a prestare in Italia tale servizio in regime di mutuo riconoscimento, di svolgere in Italia, tramite succursale o libera prestazione di servizi, anche la promozione e il collocamento a distanza di prodotti finanziari e di servizi di investimento prestati da altri intermediari. Vedi C. RABITTI BEDOGNI, *Mercati finanziari e internet: la tutela dei risparmiatori. Problemi e prospettive*, in *Internet banking. Tecnologia, economia e diritto*, a cura di F. Riolo e D. Masciandaro, cit., p. 423.

Sul problema della « territorialità » dell'offerta vedi Com. Consob n. DI/99052889 del 7 luglio 1999, con la quale la Commissione chiarisce quando l'utilizzo dell'Internet da parte di intermediari stranieri configuri l'attività di promozione e collocamento di prodotti e servizi finanziari in Italia. Con riferimento alla posta elettronica, qualora destinatari del messaggio siano investitori residenti in Italia, troverà applicazione la disciplina italiana. Nel caso della gestione di un sito la soluzione risulta più ardua dato che con il sito si realizza una forma di promozione e collocamento non indirizzata ad un soggetto determinato, quindi « impersonale ». A tal proposito la Consob ha indicato quali fattispecie nelle quali si può presumere che un determinato sito finanziario non configuri attività di vendita a distanza: a) la presenza di avvertenze esplicite che chiariscono che il sito è rivolto soltanto a residenti in Stati non italiani, poiché non è conforme alla normativa vigente in Italia; b) la presenza di procedure che consentano al gestore del sito di rifiutare ogni adesione o richiesta proveniente da investitori residenti in Italia; c) l'effettivo rifiuto da parte del gestore del sito di qualunque adesione o richiesta proveniente da residenti in Italia. Ricorrendo tali ipotesi il sito finanziario gestito da intermediari esteri, ancorché accessibile da investitori italiani,

non sarà assoggettato alla disciplina italiana. Se un sito finanziario, invece, non ha le suddette caratteristiche, la Consob considera rivolti ad investitori italiani « solo quelli il cui contenuto ovvero le circostanze connesse fanno presumere che le attività di promozione e collocamento abbiano quali obiettivi, anche non esclusivi, soggetti residenti in Italia », quali, a titolo esemplificativo, in relazione al contenuto: a) la presenza nel sito di riferimenti a fatti e circostanze relativi all'Italia; b) l'utilizzo della lingua italiana, c) l'indicazione di prezzi e importi in lire italiane; in relazione alle circostanze connesse: a) la diffusione di informazioni in Italia, inclusa l'effettuazione in Italia di campagne informative o pubblicitarie, individualizzate o di massa, aventi oggetto analogo al contenuto del sito; b) la reperibilità del sito tramite motori di ricerca italiani o specializzati sull'Italia o che comunque consentano di effettuare ricerche mirate sui siti che rivestono interesse per residenti in Italia. Vedi R. LENER, *L'offerta di servizi di investimento e di servizi bancari in Italia da parte di intermediari esteri, in Banche, promotori e internet*, a cura di F. Parrella e M. Tofanelli, cit., p. 94. D. LONGO, *Il Commento, a Chiarimenti Consob sulla prestazione dei servizi di investimento tramite internet*, in *Le società*, 1999, p. 1130; A. TADINI, *Le regole Consob sul trading on line e la consulenza finanziaria on line*, cit., p. 211. Vedi anche la Delibera Consob n. 12698 del 4 agosto 2000, relativa all'abusiva attività di sollecitazione all'investimento e di abusiva offerta pubblica di scambio svolta, attraverso il sito www.smallxchange.com, dalla Società di commercio internazionale, registrata nelle Isole Vergini Britanniche. Su tale delibera vedi M. PERIN, *Acquisto delle azioni on line*, in *Internet. Nuovi problemi e questioni controverse*, a cura di G. Cassano, Milano, 2001, p. 175.

⁴⁴ È opportuno ricordare che nel Documento di consultazione per la revisione del Regolamento intermediari dell'11 marzo 2002, in modifica all'art. 71, si include Poste italiane s.p.a. tra i soggetti « autorizzati » per l'attività di promozione e collocamento a distanza di prodotti finanziari e di servizi di investimento *altrui*, e tra i soggetti « abilitati » per la promozione e collocamento a distanza di *propri* servizi di investimento. La modifica è stata imposta dal

ziari⁴⁵ ma dovrà sempre rivolgersi ai predetti intermediari⁴⁶, quali fornitori, anche indiretti, di prodotti e servizi di investimento⁴⁷.

Resta fuori dal novero dei soggetti considerati dalla norma regolamentare la figura del *provider*⁴⁸ che, non essendo considerato né soggetto « autorizzato » né soggetto « abilitato », è sottratto ad ogni forma di vigilanza e controllo, pur rivestendo un ruolo fondamentale nell'ipotesi in cui la promozione o il collocamento a distanza di prodotti finanziari e di servizi di investimento sia effettuata sulla rete. Come è noto, il *provider*, quale semplice fornitore di un servizio tecnologico, pur potendo conservare le registrazioni delle operazioni transitate sulla rete, non svolge alcun tipo di controllo sulle informazioni immesse nel sistema, con la conseguenza di non poter essere ritenuto responsabile dei comportamenti illeciti dei clienti⁴⁹, ma solo dell'accesso e della continuità della

d.P.R. n. 144 del 14 marzo 2001, « Regolamento recante norme sui servizi di banca-posta », ai sensi del quale Poste italiane s.p.a. può svolgere nei confronti del pubblico attività di negoziazione per conto terzi, di collocamento, di ricezione e trasmissione ordini nonché mediazione (art. 12). Inoltre, in base all'art. 2, comma 4, del suddetto regolamento a Poste italiane s.p.a. si applica la disciplina dell'offerta fuori sede e della promozione e collocamento a distanza, prevista negli artt. 30 e 32 del Tuf.

⁴⁵ Negli Stati Uniti, invece, si è verificato che una società — la *Spring Street Brewing Co.* — ha diffuso sull'internet una propria offerta pubblica di azioni dopo aver registrato alla SEC il relativo documento. Vedi J.C. COFFEE, *The « virtual revolution »: the impact of the Internet on modern securities regulations*, in CONSOB, *Quaderni di finanza*, n. 23, Roma, 1997, p. 7 ss.

⁴⁶ Così L. BONZANINI, *La normativa di riferimento in materia di « trading on line »*, cit., p. 202.

Potranno, invece, le società emittenti diffondere, tramite l'internet, informazioni sulla propria storia e sulle diverse aree aziendali nonché utilizzare siti *web* per comunicazioni finanziarie.

Vedi in argomento Com. Consob n. DEM/1005770 del 25 gennaio 2001, con la quale la Commissione, al fine di garantire una corretta informazione degli investitori, ha imposto il rispetto degli obblighi di comunicazione previsti dalla vigente normativa. Vedi A. MONTONESE, *Internet ed il mercato finanziario*, in *Impresa c.i.*, 2001, p. 251.

⁴⁷ Nella direttiva sulla vendita a distanza di servizi finanziari, l'intermediario

rientra nella nozione di « fornitore » inteso come « qualunque persona fisica o giuridica, pubblica o privata, che, nell'ambito delle proprie attività commerciali o professionali, è il fornitore contrattuale dei servizi oggetto di contratti a distanza ».

⁴⁸ Si fa riferimento all'*access provider*, che fornisce al cliente l'accesso alla rete, e al *service provider*, che oltre all'accesso mette a disposizione dei clienti i cd. *servers*, non anche al *content provider* che, creando il materiale messo a disposizione attraverso l'internet, è responsabile del contenuto delle informazioni immesse in rete. Vedi V. DRAETTA, *Internet e commercio elettronico nel diritto internazionale dei privati*, Milano, 2001, p. 31; P. PALLARO, *Prime note sulla responsabilità dei fornitori di servizi internet in diritto comunitario*, in *Dir. comm. int.*, 2001, p. 138.

⁴⁹ In argomento vedi C. RABITTI BEDOGNI, *Mercati finanziari e internet: la tutela dei risparmiatori. Problemi e prospettive*, cit. p. 423, che auspica un intervento legislativo che imponga ai *providers* l'obbligo di dare attuazione a provvedimenti inibitori della Consob volti a far cessare la prosecuzione di comportamenti illeciti.

In giurisprudenza vedi Trib. Cuneo, 23 giugno 1997, in *I problemi giuridici di Internet*, a cura di E. Tosi, Milano 1999, p. 452, che, con riferimento al diritto di autore, non ritiene responsabile il *server provider*, quando si limita a concedere l'accesso alla rete. Nello stesso senso Trib. Roma, 4 luglio 1998, in questa *Rivista*, 1998, p. 807, con nota di P. COSTANZO, *I newsgroups al vaglio dell'autorità giudiziaria (ancora a proposito della responsabilità degli attori di Internet)*.

In Francia vedi la decisione del Trib. di Nanterre, 8 dicembre 1999, in questa

rete, il cui difettoso funzionamento può nuocere agli « affari » degli investitori⁵⁰. Ciò non esclude, tuttavia, che un *provider* diligente⁵¹ debba innanzitutto informare i clienti degli obblighi di legge nel contratto di fornitura del servizio; reagire in caso di violazioni di legge riscontrate nel corso delle operazioni tecniche di fornitura e gestione del servizio, disattivando i siti; usare, in settori particolarmente rischiosi, come quello finanziario, motori di ricerca, attraverso parole-chiave, che gli consentano di controllare il contenuto dei siti; infine, eliminare messaggi o disattivare siti in caso di denuncia di un'autorità pubblica o anche di privati⁵².

Rivista, 2000, p. 307, con nota di G.M. RICCIO, *Anonimato e responsabilità su Internet*. Per un esame più analitico dell'esperienza francese vedi P. PALLARO, *Prime note sulla responsabilità dei fornitori di servizi internet in diritto comunitario*, cit., p. 140.

⁵⁰ Nella direttiva sul commercio elettronico si esclude la responsabilità del « prestatore di servizi della società dell'informazione », qualora la sua attività si limiti al mero trasporto (« *mere conduit* ») delle informazioni o alla loro memorizzazione temporanea (« *caching* »), quando non è in alcun modo coinvolto nell'informazione trasmessa. L'esenzione trova giustificazione nel fatto che in tal caso il prestatore non conosce né controlla le informazioni trasmesse o memorizzate (42° *Considerando*). Di conseguenza non beneficerà delle deroghe previste qualora: selezioni o modifichi le informazioni trasmesse; dia origine alla trasmissione; selezioni il destinatario della trasmissione (art. 12). Analogamente si prevede che, per la memorizzazione automatica, intermedia e temporanea delle informazioni fornite da un « destinatario del servizio », effettuata al solo scopo di rendere più efficace il loro successivo inoltro, il prestatore non è responsabile a condizione che egli: non modifichi l'informazione; si conformi alle condizioni di accesso all'informazione e alle norme di aggiornamento dell'informazione stessa; non interferisca con la tecnologia usata per ottenere dati sull'impiego dell'informazione; agisca prontamente per ritirare l'informazione, o per renderne impossibile l'accesso, non appena l'informazione originaria è stata ritirata dalla rete (art. 13). Per la memorizzazione di informazioni fornite da un destinatario del servizio, effettuata a richiesta dello stesso destinatario (« *hosting* »), il prestatore non è invece responsabile a condizione che: non sia effettivamente al corrente del fatto che l'attività o l'informazione è illecita e, per quanto at-

tiene ad azioni risarcitorie, non sia al corrente di fatti o di circostanze in base ai quali l'illegalità dell'attività è apparente, o, non appena al corrente di tali fatti, agisca immediatamente per ritirare le informazioni o per disabilitarne l'accesso (art. 14). La direttiva, inoltre, non prevede a carico dei prestatori dei servizi suddetti 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, a meno che un'attività di sorveglianza, mirata e temporanea, non sia espressamente richiesta dalle autorità, giurisdizionali o amministrative, nazionali alle quali la direttiva riconosce altresì il potere di esigere che il prestatore impedisca o ponga fine ad una violazione di legge. Vedi P. PALLARO, *Prime note sulla responsabilità dei fornitori di servizi internet in diritto comunitario*, cit., p. 166.

Anche nella direttiva sulla vendita a distanza di servizi finanziari è prevista la collaborazione dell'« operatore o fornitore di tecnica di comunicazione a distanza » per reprimere pratiche dichiarate non conformi alla direttiva (art. 13, comma 3).

Il disegno di legge Passigli (Atti Senato n. 4594), approvato dalla Commissione Giustizia del Senato, in sede referente, il 31 gennaio 2001, sulla regolamentazione della registrazione dei nomi a dominio sull'Internet, nell'evidenziare la responsabilità del titolare del dominio, prevede invece la concorrente responsabilità del *provider* e del *maintainer*, qualora il loro colpevole o doloso comportamento abbia in qualche modo contribuito all'evento criminoso.

⁵¹ Al principio di diligenza, ex art. 1176 cod. civ., si ispirano alcuni codici di autoregolamentazione che fanno riferimento alla diligenza che ci si può attendere da un professionista con elevata competenza tecnica.

⁵² Vedi V. DRAETTA, *Internet e com-*

2.3. I PROMOTORI.

Gli intermediari suddetti, qualora la tecnica di comunicazione a distanza, e quindi anche tramite l'internet, avvenga attraverso la *comunicazione individualizzata* e l'*interazione immediata* con l'investitore, devono utilizzare promotori finanziari (art. 76, comma 1, Reg.). Tuttavia, anche nel caso di utilizzazione di tale tecnica, la presenza del promotore finanziario non è più richiesta « ove l'attività... sia svolta su iniziativa dell'investitore, a condizione che tale iniziativa non sia stata sollecitata con messaggi a lui personalmente indirizzati » (art. 76, comma 2).

Da tale disposizione regolamentare sembra doversi desumere che l'obbligo non sussiste nel caso di gestione di un sito internet che, pur consentendo un'« interazione immediata » con l'investitore non integra l'altro presupposto della « comunicazione individualizzata ». Nel caso, invece, della posta elettronica pur sussistendo i due presupposti previsti dalla norma, l'obbligo di avvalersi di promotori finanziari non ricorre qualora l'iniziativa provenga dall'investitore e non sia stata sollecitata con messaggi a lui personalmente indirizzati. In tal senso si è espressa la Consob⁵³ che, pur ritenendo il sito internet una tecnica di comunicazione a distanza, non ha richiesto, in considerazione delle sue particolari caratteristiche tecniche, l'intervento del promotore ed ha precisato che per l'invio tramite posta elettronica di « proposte a contenuto negoziale o promozionale » è necessaria la presenza del promotore finanziario, anche quando l'iniziativa sia assunta dall'investitore, dato che la posta elettronica viene considerata dalla Commissione come una forma di interazione in cui la ponderazione da parte dell'investitore della proposta ricevuta è « abbreviata » e l'adesione pertanto resa « impulsiva » dalla facilità di utilizzo della stessa tecnica. In base a questi criteri la Consob ha quindi stabilito che per la gestione di un sito internet il promotore finanziario non è necessario per informare il cliente sulla natura e sui rischi del prodotto o del servizio fornito o per valutare l'adeguatezza dell'operazione, potendosi utilizzare procedure standardizzate. Occorre tuttavia rilevare che anche qualora non sussista l'obbligo di ricorrere all'intervento del promotore finanziario, l'intermediario dovrà comunque adempiere agli obblighi di informazione del cliente e di valutazione dell'adeguatezza delle operazioni, di cui agli art. 28 e 29 del regolamento Consob. Più in par-

mercio elettronico nel diritto internazionale dei privati, cit., p. 180.

⁵³ Com. n. DI/99052838 del 7 luglio 1999, in *Bollettino Consob*, luglio 1999, p. 48; Com. Consob n. DI/99091709 del

15 dicembre 1999, in *Bollettino Consob*, dicembre 1999, p. 113, sulle quali vedi F. SARZANA DI S. IPPOLITO, *I contratti di Internet e del commercio elettronico*, Milano, 2001, p. 112.

ticolare dovrà valutare l'adeguatezza delle operazioni rispetto all'investitore, con riferimento alla sua esperienza in materia di investimenti finanziari, alla sua situazione finanziaria, ai suoi obiettivi di investimento e alla sua propensione al rischio e di informare l'investitore di tali elementi prima della prestazione dei servizi oggetto del contratto. Qualora l'operazione risulti non adeguata, l'intermediario deve astenersi dal compierla e darne notizia all'investitore, che può tuttavia dar corso comunque all'operazione purché sulla base di un ordine impartito per iscritto ovvero registrato su nastro magnetico o su altro supporto equivalente. Qualora gli obblighi suindicati debbano essere adempiuti tramite un sito internet, la Consob ha chiarito che sia la comunicazione delle informazioni sia la valutazione di adeguatezza possano essere effettuate mediante modalità standardizzate⁵⁴.

È obbligatoria la presenza del promotore, invece, per l'invio della posta elettronica, a meno che con i messaggi inviati si trasmettano informazioni meramente descrittive dell'intermediario, del servizio o del prodotto, nel qual caso si versa in un'ipotesi di pubblicità e non di promozione; qualora i messaggi siano di mera conferma di ordini dell'investitore, rappresentando gli stessi non una promozione ma una mera esecuzione di un obbligo contrattuale; infine qualora si trasmettano documenti, anche contrattuali, su richiesta dell'investitore, che non deve essere stato sollecitato. È all'attività di sollecitazione che si ricollega l'intervento del promotore finanziario, che sarà obbligatorio quando l'intermediario svolge un'attività sollecitatoria, all'inizio o nel corso di un rapporto già avviato, su iniziativa del cliente⁵⁵. In buona so-

⁵⁴ Com. Consob n. DI/99091709 del 15 dicembre 1999, cit.

⁵⁵ In tal senso L. BONZANINI, *La normativa di riferimento in materia di « trading on line »*, cit., p. 197, che critica la soluzione di far ricorso ai promotori finanziari in presenza di posta elettronica, in quanto sempre considerata strumento di comunicazione « immediata », « abbreviata » e « impulsiva ». Secondo l'A. la posta elettronica può appartenere a quelle modalità di comunicazione (c.d. « asincrone pure ») caratterizzate da dialoghi lenti e relativamente brevi che non dovrebbero imporre la presenza del promotore, presenza giustificata invece quando la comunicazione è « sincrona pura » « presidiata e interattiva, rappresentata da una « chat » e facilitata dall'utilizzo di linee ISDN per l'invio contemporaneo di dati e della voce ». Infine — secondo l'A. — non impongono l'intervento del promotore le comunicazioni « asincrone ibride » « in

cui il sito guida l'investitore in un percorso che genera alcune informazioni personalizzate. Vedi anche R. LENER, *Promozione e collocamento di prodotti finanziari e servizi di investimento tramite internet*, cit., p. 387, secondo il quale « l'addetto che non sia promotore finanziario deve...astenersi — anche quando l'iniziativa provenga dall'investitore — dall'utilizzare la posta elettronica per inviare proposte a contenuto negoziale o promozionale. Cfr. F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, cit., p. 145, secondo il quale la posta elettronica « consente sì una « comunicazione individualizzata », ma anche una « interazione » sicuramente meno « immediata » di quanto non consenta il telefono », mentre « l'effettuazione di operazioni tramite un sito Internet potrebbe comportare, almeno normalmente, un meccanismo di « interazione immediata », tale da richiedere il necessario intervento di un promotore finanziario ».

stanza il destinatario di un *e-mail* è sempre sollecitato, mentre il lettore di un sito può non esserlo^{56 57}.

2.4. IDENTIFICAZIONE DEL CLIENTE E TUTELA DELL'INVESTITORE.

Con riferimento ai destinatari dell'offerta a distanza, occorre preliminarmente rilevare che anche in questo caso si applica il principio generale della « graduazione delle regole in funzione della natura professionale del cliente »⁵⁸ o, se si vuole, la distinzione tra *business to consumer* e *business to business*⁵⁹. Il regolamento Consob, infatti, prevede che « non costituisce promozione e collocamento a distanza quella effettuata nei confronti di operatori qualificati » (investitori istituzionali) che, in base al combinato disposto degli artt. 100, comma 1, lett. a) e 30, comma 2, Tuf, nonché 36, comma 3 e 31, comma 2 Reg., sono: gli intermediari autorizzati, le sgr, le Sicav, i fondi pensione, le compagnie di assicurazione, i soggetti esteri che svolgono in forza della normativa in vigore nel proprio Stato di origine le attività svolte dai soggetti di cui sopra, le società e gli enti emittenti strumenti finanziari negoziati in mercati regolamentati, le società iscritte negli elenchi di cui agli artt. 106, 107 e 113 Tub, le persone fisiche in possesso dei requisiti di professionalità stabiliti dal Tuf per i soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo presso sim, 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. Pertanto, solo qualora destinatario dell'offerta sia un soggetto non ricompreso in una delle categorie suindicate, dovrà ritenersi applicabile la normativa

⁵⁶ F. DI MAIO, *L'informazione (dal e al cliente) e la valutazione di adeguatezza nella promozione via internet*, in *Le società*, 2000, 295.

⁵⁷ Con deliberazione n. 12409 del 1° marzo 2000, la Consob, in modifica all'art. 36 del Regolamento ha chiarito che la presenza dei promotori finanziari nell'offerta fuori sede di prodotti e servizi bancari e assicurativi diversi da quelli rientranti nella nozione di strumenti finanziari, non è necessaria, in considerazione dei controlli effettuati dalla Banca d'Italia e dall'Isvap. Vedi F. SARZANA di S. IPPOLITO, *I contratti di Internet e del commercio elettronico*, cit., p. 112; E.M. NEGRO, *L'offerta fuori sede di « prodotti diversi » dagli strumenti finanziari e dai servizi di investimento*, cit., p. 639.

⁵⁸ F. ANNUNZIATA, *Regole generali di comportamento degli intermediari*, in *La riforma dei mercati finanziari*, a cura di G. Ferrarini e P. Marchetti, cit., p. 133.

⁵⁹ Su tale distinzione vedi G. DE NOVA, *Il commercio elettronico: aspetti giuridici*, in *Internet banking. Tecnologia, economia e diritto*, cit., p. 185. Vedi anche A. MAZZONI, *Le fonti del diritto commerciale tra memorie storiche e scenari futuri*, in *Riv. soc.*, 2001, p. 881, che rileva come tutti gli interventi legislativi e regolamentari siano « orientati alla massima liberalizzazione nel campo del BTB (*business to business*) e, per contro, alla cautela, mediante norme inderogabili di protezione più o meno pervasiva, nel campo del BTC (*business to consumers*) ».

sulla sollecitazione all'investimento⁶⁰ a tutela dell'investitore⁶¹, alla quale si aggiunge quella contenuta nella legge « antiriciclaggio » (legge n. 197/1991).

È infatti evidente che talune attività criminali, come il riciclaggio e l'investimento di capitali illeciti, possano trovare nella « rete » uno strumento molto efficace per manovrare flussi finanziari in via anonima⁶². Tale rischio ha dato impulso ad una revisione a livello comunitario della normativa antiriciclaggio, con la presentazione, il 14 luglio 1999, della proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio che, modificando la dir. CEE 91/308, relativa alla prevenzione del sistema finanziario a scopo di riciclaggio dei proventi di attività illecite, prevede una disposizione riguardante le operazioni a distanza⁶³. A seguito di ciò l'Ufficio italiano cambi (Uic) ha emanato in data 31 gennaio 2000, la circolare n. 455 con la quale si è fornita una rinnovata interpretazione della legge antiriciclaggio che permette un più agevole adempimento dell'obbligo di identificazione della clientela qualora l'intermediario si avvalga di tecniche di comunicazione a distanza, tra cui l'internet. Finora, infatti, l'operatività a distanza è stata parzialmente ostacolata dalla disciplina vigente in materia di antiriciclaggio, in particolare dall'obbligo di identificazione diretta dell'investitore nella fase di avvio del rapporto ovvero in relazione al compimento di operazioni di importo superiore a venti milioni di lire, anche per il tramite di personale incaricato, oppure l'acquisizione dei relativi dati previo rilascio di idonea attestazione da parte di altro intermediario abilitato che abbia già provveduto, per i propri fini, all'identificazione del cliente medesimo⁶⁴. Per ovviare a tale inconveniente l'Uic ha indicato la possibilità di identi-

⁶⁰ Vedi Com. Consob n. DEM/1005770 del 25 gennaio 2001.

⁶¹ Da notare come la qualifica di « investitore » non sembri coincidere con quella di « consumatore », così come identificato nella direttiva sulla vendita a distanza di servizi finanziari e nella direttiva sul commercio elettronico che considerano tale « qualunque persona fisica ...che agisca per fini che non rientrano nel quadro della sua attività commerciale o professionale ». Infatti se è vero che nella maggior parte dei casi un consumatore non è un operatore qualificato, è anche vero che un operatore qualificato può essere anche un consumatore.

⁶² La Convenzione Onu di Palermo (dicembre 2001), in materia di criminalità organizzata transnazionale ha richiesto ad ogni Stato membro di predisporre un efficace sistema interno di regolamentazione e di controllo delle banche e degli interme-

diari finanziari, al fine di assicurare l'identificazione dei clienti, la registrazione delle operazioni, la segnalazione di operazioni sospette e la richiesta di dati e notizie ad individui e ad imprese.

⁶³ Vedi in argomento R. SCHIAVELLI, *Disciplina antiriciclaggio: analisi degli adempimenti posti in capo agli intermediari mobiliari operanti nel settore dell'offerta fuori sede e a distanza*, in *Banche, promotori e internet nell'offerta di prodotti finanziari*, a cura di F. Parrella e M. Tofanelli, cit., p.185; M. TOFANELLI, *Intermediari e promotori finanziari: le regole nell'attività di collocamento a distanza*, ibidem, p. 228. Vedi ora la Dir. 2001/97/CE, in GUCE L 344 del 28 dicembre 2001.

⁶⁴ Vedi l'art. 2 della legge n. 197/1991, il Comunicato del Ministro del tesoro del 5 giugno 1992 e i decreti ministeriali 19 dicembre 1991 e 29 dicembre 1993.

ficare a distanza il cliente senza più bisogno di ottenere il rilascio di un'attestazione espressa di identificazione da parte dell'intermediario, nei casi in cui quest'ultimo abbia già provveduto ad identificarlo autonomamente a seguito dell'accensione di un rapporto continuativo con il medesimo. A tal fine è stato ritenuto mezzo idoneo la trasmissione di un bonifico bancario all'intermediario, dato che questo presuppone l'identificazione del sottoscrittore presso la banca bonificante, a condizione che: a) il bonifico sia eseguito a valere su un rapporto nominativo per il quale il cliente è stato opportunamente identificato; b) l'intermediario che riceve dal cliente comunicazione dei dati identificativi assegni al cliente un codice identificativo, successivamente comunicato alla banca che, a sua volta, lo riporti sul bonifico inviato all'intermediario; c) tutte le successive operazioni transitino sul conto originario di appoggio presso la banca. In alternativa a tale procedura si prevede la compilazione di un modulo, anche predisposto dall'intermediario, recante i dati identificativi del cliente, ivi compresi gli estremi del documento impiegato per l'identificazione, timbrato e sottoscritto dall'intermediario.

Da quanto precede risulta che gli obblighi identificativi antiriciclaggio scattano solo al perfezionarsi delle operazioni gestite tramite la rete, specialmente nel *trading on line*⁶⁵, e non quando si instaurino solo semplici contatti di tipo promozionale con la clientela⁶⁶.

2.5. LA FORMA.

Come è noto l'art. 23 Tuf impone per i contratti relativi alla prestazione di servizi di investimento e accessori la forma scritta e l'obbligo di consegna di copia al cliente. Tuttavia, 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 forma. Nei casi di inosservanza

⁶⁵ Vedi anche le «Istruzioni operative per l'individuazione di operazioni sospette» della Banca d'Italia (Provvedimento 12 gennaio 2001, in *Gazz. Uff.* n. 37 del 14 febbraio 2001), nelle quali si sottolinea più volte la pericolosità e i rischi connessi alla diffusione delle operazioni finanziarie tramite l'internet e si richiama gli intermediari a verificare sempre l'affidabilità degli strumenti di *auditing* interno e il livello di preparazione del personale, al fine di scoprire la provenienza delle disponibilità finanziarie del cliente e le reali motivazioni

dell'operazione. Vedine il commento di R. RAZZANTE, *La Banca d'Italia ancora contro il riciclaggio*, in *Impresa c.i.*, 2001, p. 439. Vedi anche Comunicazione Uic del 14 giugno 2001, riportata in *Impresa c.i.*, 2001, p. 1375.

⁶⁶ Vedi R. RAZZANTE, *Collocamento fuori sede di servizi finanziari e normativa antiriciclaggio*, in *Dir. banc. e merc. fin.*, 2000, p. 90; Id., *Firma digitale e normativa antiriciclaggio*, in *Impresa c.i.*, 2001, p. 1374.

della forma prescritta, il contratto è nullo». In attuazione del potere attribuitole dal legislatore, o forse per un'esigenza di coordinamento con quanto disposto dall'art. 13, comma 4, del Regolamento emittenti (n. 11791/1999) che detta autonomamente una disciplina formale del contratto di adesione ad un'offerta di collocamento⁶⁷, la Consob, nell'art. 30 Reg., non richiede la forma scritta, cui è indiscindibilmente collegata la firma digitale, per i contratti relativi alla prestazione di servizi di collocamento, compresi quelli di offerta fuori sede e di promozione e collocamento a distanza, e di servizi accessori, fatta eccezione per quelli di concessione di finanziamenti agli investitori e di consulenza in materia di investimenti in strumenti finanziari (comma 3). Quindi, se è vero che il legislatore prescrive la forma scritta, a pena di nullità relativa, per la valida stipulazione dei contratti di prestazione di servizi di investimento, la Consob ha limitato tale obbligo solo per la valida stipulazione dei contratti di negoziazione per conto terzi, di ricezione e trasmissione di ordini, di mediazione, di gestione di portafogli di investimento⁶⁸, di conces-

⁶⁷ L'articolo testualmente dispone che «l'adesione alla sollecitazione è effettuata mediante la sottoscrizione del modulo predisposto dall'offerente o con altre modalità equivalenti indicate nel prospetto...». Nelle operazioni di sollecitazione all'investimento e in quelle concernenti quote o azioni di organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR), con riferimento al caso specifico dell'operazione di offerta pubblica di sottoscrizione delle azioni ordinarie *I.net* spa, la Consob ha riconosciuto l'adesione dell'offerta tramite l'internet quale «modalità equivalente» alla sottoscrizione del modulo cartaceo, precisando che solo la prima sottoscrizione di quote di un fondo debba essere effettuata mediante invio da parte dell'investitore all'intermediario, tramite servizio postale, del modulo di sottoscrizione compilato e firmato, della fotocopia di un documento di identità e della scheda contenente le informazioni dell'investitore stesso, compilata e firmata; mentre le sottoscrizioni successive possano essere effettuate tramite l'internet utilizzando una *password* individuale rilasciata dall'intermediario collocatore all'investitore che deve indicare, sempre con modalità telematiche (anche tramite *e-mail*) e previo utilizzo della *password* tutti i dati personali e finanziari richiesti per l'adesione in forma cartacea. L'investitore deve successivamente confermare i dati inseriti, ottenere dall'intermediario la visualizzazione sullo schermo del riepilogo dei dati stessi, fornire una nuova conferma

della correttezza dei dati risultanti dalla ultima schermata (così nella Com. Consob n. DIS/99051449 del 1° luglio 1999 e n. DI/99065403 del 3 settembre 1999). Il superamento della forma scritta per tali ultime fattispecie è giustificato dal fatto che la partecipazione ad uno o più fondi offerti tramite lo stesso prospetto informativo costituisce un'operazione complessa di adesione, in quanto l'investitore accede sin dall'inizio ad uno schema contrattuale nell'ambito del quale l'operazione avente per 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.

Più recentemente la Commissione con Com. n. DIN/56016 del 21 luglio 2000 ha previsto una procedura semplificata per la modifica dei prospetti e dei regolamenti dei fondi da parte di sgr e, soprattutto, ha riconosciuto l'adesione all'offerta tramite l'internet equivalente, alle condizioni suindicate, alla sottoscrizione del modulo cartaceo nelle operazioni di sollecitazione all'investimento, anche in sede di prima sottoscrizione. Tale riconoscimento pone il problema di quale tipo di rapporto deve sussistere tra investitore e intermediario, se cioè può considerarsi sufficiente un conto corrente o un contratto di altro tipo finalizzato all'investimento.

⁶⁸ Non viene infatti riconosciuta alla Consob una facoltà di deroga con riferimento al contratto di gestione di portafogli

sione di finanziamenti, di consulenza in materia di investimenti in strumenti finanziari, nonché per « ogni altra dichiarazione negoziale in ordine alla quale sia richiesta dall'ordinamento, senza alternative, la forma scritta »⁶⁹. Pertanto la conclusione via internet di tali contratti potrà avvenire solo ove sia effettivamente realizzabile la firma digitale, secondo quanto disposto dal d.P.R. n. 513 del 10 novembre 1997, in attuazione dell'art. 15, comma 2, della legge n. 59 del 15 marzo 1997, successivamente abrogato dal d.P.R. n. 445 del 2000, contenente il Testo unico delle disposizioni legislative e regolamentari in materia di documentazione amministrativa⁷⁰. Sulla base del suddetto decreto, recentemente rivisitato dal d. lgs. n. 10 del 23 gennaio 2002, il documento informatico sottoscritto con firma digitale (ora « firma elettronica avanzata » ex art. 2, comma 1, lett. g) d. lgs. n. 10/2002) e munito di tutti i requisiti richiesti, ha efficacia di scrittura privata ex art. 2702 cod. civ. e soddisfa il requisito legale della forma scritta. Pertanto, attraverso la comunicazione telematica e l'uso della firma digitale, si possono produrre documenti con valore di scrittura privata validi e rilevanti a tutti gli effetti di legge. Tali documenti si intendono inviati e pervenuti al destinatario se spediti all'indirizzo elettronico da questi indicato e la loro trasmissione per via telematica, con modalità che assicurino l'avvenuta

di investimento, per il quale resta fermo il requisito della forma scritta (art. 24 Tuf).

⁶⁹ Tali sono — lo ricordiamo — il rifiuto dell'investitore di fornire le notizie sulla sua situazione finanziaria che, ai sensi dell'art. 28, comma 1, lett. a), Reg., deve risultare dal contratto ovvero da apposita dichiarazione sottoscritta dall'investitore; l'informativa all'investitore sulle perdite su strumenti derivati e *warrant* pari o superiori al 50 per cento che, ai sensi del comma 3 del suddetto articolo, deve essere fornita prontamente e per iscritto.

⁷⁰ Vedi anche il dpcm 8 febbraio 1999 che fissa le regole sulla validità dei contratti *on line* e sulla certificazione della firma elettronica, nonché la Dir. n. 1999/93/CE, « relativa ad un quadro comunitario per le firme elettroniche » (pubblicata in *I contratti*, 2000, p. 418, con commento di F. DELFINI.), recentemente attuata con d. lgs. n. 10 del 23 gennaio 2002 (in *Gazz. Uff.* n. 39 del 15 febbraio 2002); la circolare dell'Autorità per l'informatica nella pubblica amministrazione (Aipa) 26 luglio 1999, n. Aipa/CR/22 sull'istituzione dell'albo dei certificatori.

Per firma digitale si intende — come è noto — il risultato di una procedura informatica, detta « validazione », fondata su un

sistema di chiavi asimmetriche a coppia, una pubblica e una privata, che consente al sottoscrittore, tramite la chiave privata, e al destinatario, tramite la chiave pubblica, di rendere manifesta e di verificare la provenienza e l'integrità di uno o più documenti informatici. Il sistema richiede, per il suo funzionamento, l'esistenza di « Società di certificazione », speciali enti, autorizzati dall'Aipa (ora dal Dipartimento per l'innovazione e le tecnologie della Presidenza del Consiglio dei Ministri, che può avvalersi dell'Aipa o di altre strutture pubbliche), incaricati di garantire l'unicità della coppia di chiavi e la loro validità e di gestire particolari registri, consultabili per via telematica, contenenti le chiavi pubbliche dei soggetti titolari delle stesse chiavi. Tra i certificatori si possono ricordare: la società interbancaria per l'Automazione - Cedborsa (SIA spa), la S.S.B spa, la BNL Multiservizi spa, la Società Consortile di Informatica delle Camere di Commercio p. a. (Infocamere), la Finanziaria italiana spa (Finital), la Saritel spa e Postecom spa. Vedi G. ARNO e D. LISTA, *La firma digitale nell'ordinamento italiano e comunitario*, in *Riv. dir. civ.*, 2000, p. 781, ove bibliografia aggiornata.

ricezione, equivale alla notificazione a mezzo posta nei casi previsti dalla legge⁷¹.

3. L'INTERNET NELLA ESECUZIONE DEI CONTRATTI DI PRESTAZIONE DI SERVIZI DI INVESTIMENTO. IL TRADING ON LINE.

Come già anticipato, l'internet può essere utilizzato non solo per la promozione o il collocamento di un prodotto finanziario o di un servizio di investimento, fattispecie costitutiva della vendita a distanza ai sensi dell'art. 32 Tuf, ma anche come strumento per l'esecuzione di un contratto di intermediazione, avente ad oggetto un servizio di negoziazione, già concluso, fattispecie questa che afferisce al momento esecutivo del contratto, mentre la disciplina della vendita a distanza concerne il momento genetico — il collocamento — o la fase propedeutica alla conclusione dello stesso — la promozione⁷² —.

Ed è proprio nella esecuzione dei contratti afferenti alla prestazione dei servizi di investimento che l'internet si manifesta come un ausilio tecnico « rivoluzionario », in considerazione della sua immediatezza e del basso costo. Infatti l'aspetto più rilevante dell'utilizzazione della rete nel settore finanziario è costituito dalla negoziazione per conto terzi e dalla ricezione e trasmissione di ordine, c. d. *trading on line*⁷³, che si realizza, sempre più frequen-

⁷¹ Non ritengo che possa essere utilizzata per la conclusione via internet dei suddetti contratti la c. d. firma elettronica « semplice » o « leggera », introdotta con il d. lgs n. 10/2002, che, « liberamente » certificata, si limita ad attribuire al documento il requisito legale della forma scritta, documento che può essere liberamente valutabile dal giudice « tenuto conto delle sue caratteristiche oggettive di qualità e di sicurezza ». Questo tipo di firma, infatti, pur avendo valore probatorio, non assicura uno standard di sicurezza adeguato al « rischio internet ».

⁷² D. LONGO, *Il Commento*, cit., p. 1131, nota 5.

La traduzione letterale di *trading* è infatti « commercio » o « scambi », e nel gergo finanziario significa, più in generale, una qualsiasi attività che comporti un contratto di compravendita.

Spesso l'espressione *trading on line* viene usata con un duplice significato: come promozione e collocamento tramite l'internet di prodotti finanziari, di quote di fondi e di azioni di Sicav (in tal senso S. SEMINARA, *Le responsabilità penali connesse all'intermediazione finanziaria « on line »*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2000, I, p. 452; A. SPALLANZANI, *Internet: pericolo*

o opportunità per chi colloca fuori sede prodotti finanziari?, Atti del Convegno Assoreti, Siena, 1999, p. 6), o invece — come sembra preferibile —, conformemente a quanto indicato dalla Consob, come utilizzo dell'internet per l'esecuzione dei servizi di negoziazione per conto terzi e di ricezione e trasmissione di ordini. Vedi anche M. DE MARI e L. SPADA, *Orientamenti in tema di intermediari e promotori finanziari*, cit., p. 360.

⁷³ Il *trading on line* nasce in America nei primi anni ottanta, per rispondere alle esigenze dei grandi investitori americani (fondi pensione e fondi comuni) ad opera della E-Trade, che oggi insieme a Charles Schwab, Datek, Ameritrade domina questo settore. Nel 1992 si costituisce E-Trade Securities, società di intermediazione finanziaria per via telematica che nel 1996 si trasforma in vero e proprio Internet broker.

In Italia la prima società ad operare nel settore è stata, nel 1996, Directa Sim che ha chiuso il primo trimestre del 2001 con 10.100 clienti.

Come è stato rilevato dall'Osservatorio sul *trading on line* dell'Istituto per la ricerca sociale (Irs), a dicembre 2000 risultavano operanti in Italia 175 intermediari, tra

temente, tramite la « rete elettronica di comunicazione » (Ecn, da *Electronic Communication Network*), sistema alternativo di negoziazione reso accessibile dai bassi costi tecnologici, gestito da intermediari finanziari⁷⁴ e finalizzato allo scambio telematico dei titoli, quotati e non, italiani ed esteri, oltre l'orario di negoziazione delle borse⁷⁵.

L'ampia diffusione del *trading on line* anche in Italia⁷⁶ ha indotto la Consob a dettare le regole che gli intermediari⁷⁷ devono rispettare nei rapporti con gli investitori⁷⁸.

cui si può segnalare Fineco che contava 200.000 clienti e i cui scambi rappresentavano una quota compresa tra il 16 e il 20 per cento del totale degli eseguiti realizzati sulla Borsa di Milano. Cfr. *Il Sole-24 ore* del 29 gennaio e del 26 aprile 2001. Vedi Anche A. TADINI, *Le regole Consob sul trading on line e la consulenza finanziaria on line*, cit., p. 209.

In Europa il primato per servizi offerti e utenti registrati è delle società finanziarie tedesche Comdirect, controllata da Commerzbank, e Consors, controllata da Schmidt Bank (attualmente in grave situazione di crisi soprattutto per le perdite accumulate nelle attività di *trading on line*), della francese Société Generale, con www.clickborsa.com, delle spagnole Self-Trade.es e Patagon.es.

⁷⁴ È esclusa, almeno per ora, la possibilità per gli investitori di accedere direttamente, senza l'intervento degli intermediari, agli Ecn, per l'evidente rischio di spalancare la porta della disintermediazione. Così M. DE LORENZO e S. FABRIZIO, *Le recenti evoluzioni della disciplina sullo svolgimento dei servizi di intermediazione finanziaria on-line tramite internet: una prima analisi*, cit., p. 489, nota n. 32. Vedi anche A. NIUTTA, *Gli investitori istituzionali nella disciplina delle società di capitali*, ed. provv., Milano, 2000, p. 72, secondo il quale l'intermediario finanziario che offre la possibilità di operare *on line* « ha una funzione del tutto simile a quella, in senso lato, propria dell'investitore istituzionale operante nel settore delle gestioni patrimoniali su base individuale, che drena il risparmio indirizzandolo a fini produttivi, selezionando altresì gli impieghi più efficienti rispetto all'orizzonte temporale d'investimento scelto dal cliente ».

⁷⁵ Ad esempio, il circuito Tlx, gestito da Unicredit, creato il 18 gennaio 2000, tratta titoli sull'arco di quasi quattordici ore. Tale innovazione ha indotto la Borsa italiana ad introdurre, dal 15 maggio 2000, i tempi supplementari di Borsa per la negoziazione dei titoli più trattati (quelli

che compongono gli indici Mib30 e Midex, i titoli del Nuovo Mercato e i *covered warrants* per la cui contrattazione sia stata fatta domanda rispettivamente dagli *specialist* o dagli emittenti), il c. d. segmento *after-hours*, che va, per ora, dalle 17.30 alle 20.30.

⁷⁶ Da una ricerca effettuata da Kpmg Consulting (vedi il *Il Sole-24 ore* del 30 novembre 2001) in Germania si contano 9,5 milioni di utenti di servizi finanziari *on line*, di cui 7 milioni sono clienti di *internet banks* e 2,5 milioni di *brokers* informatici. Segue il Regno Unito con 5 milioni di clienti bancari digitali e quasi un milione di utenti di intermediari finanziari elettronici. In Italia, a fine 2000, si contava oltre mezzo milione di utenti del *trade* elettronico e un numero variabile tra i cinque e i settemila clienti di fondi, soprattutto esteri.

⁷⁷ La predetta ricerca ha individuato dodici società specializzate nel *trading on line*, tra cui, oltre a Directa, Epta e Xelon, e dieci società specializzate in fondi e soluzioni di *asset management*.

⁷⁸ La Kpmg Consulting ha distinto gli investitori in rete in quattro tipologie: i « dormienti », che rappresentano i due terzi degli utenti del *trading on line*, che eseguono quattro o cinque transazioni all'anno; i « tranquilli » (16 per cento) che effettuano una o due operazioni al mese, di importo medio-alto; gli « attivi » (9 per cento) che compiono due o tre operazioni alla settimana di valore non alto, in relazione ai quali viene sottolineata dalla ricerca anche una componente ludica che spinge all'investimento in rete; i « molto attivi » (9 per cento), ripartiti in « day trader » e in « heavy trader »: i primi, spinti da una notevole leva ludica nell'uso « finanziario » della rete, compiono meno di una transazione al giorno e tra le 100 e le 150 operazioni all'anno; i secondi (circa mille) utilizzano l'internet « professionalmente » numerose volte al giorno, rendendo il *trading on line* una primaria fonte di reddito. Così M. CIANFLONE, *Cresce la finanza on line*, ne *Il Sole-24 ore* dell'11 maggio 2001.

La Commissione, che consente l'uso dell'internet per la ricezione di ordini nella prestazione del servizio di negoziazione fin dal 1998⁷⁹, con una successiva comunicazione⁸⁰ ha fornito precisazioni più puntuali sulle regole di comportamento da osservare nel *trading on line*⁸¹.

Quanto alla conclusione dei contratti relativi ai servizi di negoziazione per conto terzi e di ricezione e trasmissione di ordini, la Consob, in ottemperanza a quanto previsto dall'art. 30, comma 3, Tuf, che — come si è visto — esclude il requisito della forma scritta solo per i contratti di prestazione del servizio di collocamento, compresi quelli di offerta fuori sede e di promozione e collocamento a distanza e per i contratti relativi a servizi di investimento accessori, ad eccezione di quelli di concessione di finanziamenti agli investitori e di consulenza in materia di investimenti in strumenti finanziari, ribadisce la necessità della forma scritta per i contratti relative ai due servizi di investimento che caratterizzano il *trading on line* — la negoziazione per conto terzi e la ricezione e trasmissione di ordini — e ne consente la conclusione via internet solo « ove sia effettivamente realizzabile la c. d. firma digitale ». Viene pertanto inibita la prassi del c.d. *trading on line amorfo*, cioè integrato da manifestazioni di volontà espresse con semplici *clickate* e compilazioni di moduli elettronici privi di firma digitale⁸², non potendosi far ricorso alle « altre modalità equivalenti » consentite dal citato art. 13 del Reg emittenti, con riferimento a servizi di investimento diversi dalla negoziazione per conto terzi e dalla ricezione e trasmissione di ordini.

In base all'interpretazione fornita dalla Commissione, che in tal modo « richiama perentoriamente alla realtà la virtualità del *trading on line* »⁸³, la particolare modalità di prestazione dei servizi di investimento non esonera gli intermediari dall'osservanza del-

⁷⁹ Com. Consob n. DI/98063298 del 30 luglio 1998, in *Bollettino Consob*, luglio 1998, p. 63, nella quale si affermava che « la ricezione degli ordini tramite Internet costituisce modalità di prestazione del servizio di negoziazione sicuramente ammesso, in ragione dell'ampia discrezionalità nella definizione dei modi di svolgimento della propria attività che la disciplina di settore accorda agli intermediari autorizzati ».

⁸⁰ Com. Consob 21 aprile 2000, n. DI/30396, in *Le società*, 2000, p. 753, con commento di F. DI MAIO. Vedi anche C. RESTA, *Diritto e internet. L'evoluzione del trading-on line secondo le regole di comportamento della Consob*, in *Impresa c.i.*, 2001, p. 1726.

⁸¹ La Consob non indica quali siano i

criteri di luogo e di tempo per la conclusione del contratto, diversamente da quanto invece indicato dall'Isvap (circolare n. 393/D del 17 gennaio 2000) che, in materia di contratti assicurativi conclusi a distanza, impone all'intermediario di chiarire quale sia il momento conclusivo del contratto, soprattutto al fine dell'esercizio del diritto di recesso. Nessuna indicazione, inoltre, viene fornita sui poteri e sulle facoltà degli utenti in materia di clausole abusive. Vedi F. SARZANA di S. IPPOLITO, *I contratti di Internet e del commercio elettronico*, cit., pp. 114-115.

⁸² Così F. DELFINI, *Commercio elettronico e servizi di investimento*, cit., p. 718.

⁸³ Così F. DI MAIO, *Nuove precisazioni Consob sul « trading on line »*, *Il Commento*, in *Le società*, 2000, p. 755.

l'art. 21, comma 1, Tuf, più in particolare dall'onere di informare preventivamente gli investitori, rendendo disponibile sul sito internet il documento sui rischi generali degli investimenti in strumenti finanziari che dovrà essere consegnato all'investitore prima dell'inizio della prestazione dei servizi. A tal fine l'intermediario deve dotarsi di procedure tecniche ed operative tali da permettergli di acquisire e conservare idonea attestazione di avvenuta consegna del documento.

Gli intermediari sono altresì obbligati ad acquisire dai clienti, con qualsiasi procedura o modalità⁸⁴, le informazioni necessarie *to know their customer*. In particolare 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 e la sua propensione al rischio (art. 28, comma 1, lett. a), Reg.) al fine evidente di consentire un'esatta valutazione sull'adeguatezza delle operazioni da effettuare. L'eventuale rifiuto del cliente di fornire le notizie richieste deve risultare dal contratto o da apposita dichiarazione sottoscritta dall'investitore (art. 28, comma 1, lett. a), Reg.)⁸⁵, e necessita quindi dell'impiego della firma digitale. Pertanto, se il cliente ha fornito le informazioni richieste, l'intermediario dovrà attenersi ai parametri indicati (esperienza, obiettivi, propensione al rischio) per valutare l'adeguatezza dell'operazione. Se l'investitore si è rifiutato di fornire le informazioni suddette, la valutazione di adeguatezza dell'operazione va comunque operata dall'intermediario, sulla base di un profilo virtuale del cliente che potrà essere ricostruito «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)»⁸⁶.

Quanto detto comporta che gli intermediari che prestano servizi di *trading on line* si dotino di adeguati sistemi informativi interni tesi a garantire un'esecuzione tempestiva degli ordini impartiti dai

⁸⁴ A. TADINI, *Le regole Consob sul trading on line e la consulenza finanziaria on line*, cit., p. 213, alla nota n. 20

⁸⁵ Vedi a tal proposito la sentenza della Cassazione 14 novembre 1997, n. 11279, in *Foro it.*, 1998, I, c. 3292, con commento di G. CATALANO, *L'utilità di una sentenza «anacronistica»: gli «swaps» in Corte di Cassazione*. La Suprema Corte, con riferimento all'art. 17 del d. lgs. n. 415/1996, ha ritenuto illegittima la richiesta di forma scritta. Vedi F. DI MAIO, *L'informazione (dal e al cliente) e la valutazione di adeguatezza nella promozione via internet*, cit., p. 292.

⁸⁶ F. DELFINI, *Commercio elettronico e servizi di investimento*, cit., p. 721. Diversamente si legge nel Documento di consultazione (*Standards and rules for harmonizing core conduct of business rules for investor protection*, febbraio 2001) del Forum of European Securities Commissions (F. E. S.CO.), nel quale si prevede che in caso di rifiuto a dare le informazioni richieste, l'intermediario è tenuto a fornire solo i c.d. *general risk warnings*, senza dover verificare l'adeguatezza dell'operazione. Così nel par. 3.4 «*Customer refusal to provide information*».

clienti e a conservare e raccogliere tutte le informazioni sulle sue negoziazioni e che concludano accordi con *internet provider* idonei a garantire l'efficiente funzionalità dei servizi prestati⁸⁷.

L'investitore deve inoltre essere informato, sempre sul sito internet e secondo modalità standardizzate, sulla natura, sui rischi e sulle implicazioni delle operazioni, la cui conoscenza è necessaria per effettuare consapevoli scelte di investimento. Tale obbligo è di carattere continuativo e non si esaurisce in occasione della prima operazione. Tramite l'internet va altresì anticipata la comunicazione (quindi senza firma digitale) di eventuali perdite, effettive o potenziali, pari o superiori al cinquanta per cento del valore dei mezzi costituiti a titolo di provvista e garanzia, derivanti da operazioni in strumenti derivati e in *warrant*, disposte per finalità diverse da quelle di copertura.

Incombe sull'intermediario che operi *on line* l'obbligo di valutare, con correttezza, diligenza e trasparenza, l'adeguatezza delle singole operazioni disposte dagli investitori, predisponendo ed attivando apposite procedure predefinite che tengano conto sia delle caratteristiche oggettive dell'operazione, sia del profilo soggettivo del cliente, anche nel caso in cui l'investitore abbia rifiutato di fornire informazioni sulla propria situazione finanziaria⁸⁸, obiettivi di investimento e propensione al rischio. Qualora l'operazione non risulti adeguata, l'obbligo di segnalare al cliente l'inadeguatezza deve essere adempiuto *on line* con chiarezza ed evidenza e se il cliente, malgrado la segnalazione, intende comunque dar corso all'operazione, la conferma, come dispone l'art. 29, comma 3 Reg, deve essere data per iscritto o registrata su nastro magnetico o su altro supporto equivalente, tale da garantirne la conservazione e l'immodificabilità, in cui sia fatto esplicito riferimento

⁸⁷ Dovrebbero, pertanto, essere considerate nulle eventuali clausole che esentino l'intermediario da responsabilità per danni subiti dal cliente per cause non direttamente imputabili a quest'ultimo, come ad esempio la mancata esecuzione di un ordine per il surriscaldamento delle linee. Così F. SARZANA DI S. IPPOLITO, *I contratti di Internet e del commercio elettronico*, cit., p. 119, che evidenzia come i contratti attualmente in uso ipotizzano esclusivamente una responsabilità per dolo, con esclusione di ogni danno indiretto o causato in assenza di tale requisito.

⁸⁸ Sebbene non sia espressamente previsto dalla legislazione, primaria e secondaria, l'obbligo dell'intermediario di verificare la liquidità e di informare il cliente prima che l'operazione generi uno scoperto, si ritiene che la verifica della provvista discenda direttamente dall'esigenza di assi-

curare la conformità delle scelte operate alla situazione finanziaria del cliente. In altre parole, l'intermediario deve valutare ogni aspetto potenzialmente rilevante dell'operazione, compresa la copertura finanziaria, che deve essere verificata, stando al disposto dell'art. 29, comma 2, Reg., al momento della ricezione dell'ordine. Si suggerisce, pertanto, « di disciplinare espressamente nel contratto di *trading on line* le condizioni che legittimano l'intermediario a rifiutare l'esecuzione di un ordine, includendo tra queste la mancanza di disponibilità e, quindi, l'obbligo per il cliente che intenda confermare un ordine "inadeguato" ad effettuare un nuovo ordine ». Così F. DI CARLO - E. GUFFANTI, *Operazioni allo scoperto e obblighi di verifica*, in *I contratti*, 2001, p. 1057, ove anche riferimenti giurisprudenziali.

delle avvertenze ricevute. Il sito, pertanto non deve essere organizzato in modo da « impostare per *default* » l'opzione di conferma, ma deve assicurare una manifestazione di volontà dell'investitore effettiva e consapevole.

Le stesse osservazioni valgono per l'ipotesi del conflitto di interessi prevista dall'art. 27, comma 2, Reg. Anche in tal caso l'informazione circa la sussistenza di un conflitto di interessi deve essere resa dall'intermediario tramite l'internet in modo chiaro e con la dovuta evidenza, ponendo l'investitore nelle condizioni di acquisirla su un supporto durevole, intendendosi come tale qualsiasi strumento che consenta all'investitore di conservare le informazioni, quali dischetti informatici, cd-rom, disco fisso del computer.

Nel caso di ricezione di ordini via internet l'obbligo di rilascio al cliente di un'attestazione cartacea, come impone l'art. 60 Reg., e di invio della nota informativa di eseguito o della rendicontazione periodica (artt. 61 e 62 Reg.) deve essere assolto assicurando al cliente la possibilità di disporre della relativa documentazione su supporto duraturo (art. 75, comma 3, Reg.), fermi restando i requisiti di contenuto stabiliti dalla disciplina per ciascuno dei suddetti documenti.

In buona sostanza, quindi, le puntualizzazioni fornite dalla Consob, mirano ad evitare che la tecnica del *trading on line*, per le « aggressive strategie operative *intraday* »⁸⁹ di cui è portatrice, sia utilizzata come « mezzo di arricchimento facile, anziché quale strumento di per sé neutro, come tutti gli strumenti »⁹⁰, che consente di instaurare tra intermediari e clienti una nuova relazione che vede il cliente sempre più informato e più attivo e un rapporto contrattuale più equilibrato⁹¹.

⁸⁹ Per strategia *intraday* si indica quella basata sull'esecuzione di un numero molto elevato di operazioni nella stessa giornata, al fine di conseguire in un tempo molto breve profitti legati alla variazione della quotazione dei titoli.

⁹⁰ Così F. DI MAIO, *Nuove precisazioni Consob sul « trading on line »*, in *Il Commento*, cit., p. 756.

⁹¹ V. DESARIO, *Il risparmio finanziario in Italia: strumenti, intermediari, mercati*, cit., p. 24, il quale sottolinea come oggi, grazie alle nuove tecnologie, « il confronto competitivo si sviluppa sul grado di "soddisfazione" della clientela, in termini di qualità dei servizi, differenziazione dei prodotti, trasparenza delle condizioni contrattuali, livelli di sicurezza tecnica ».